

LA CRÉATION DE VALEUR

Félix Bogliolo

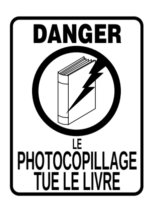
Préface de Patrick Dumouchel

Président de l'Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion



LA CRÉATION DE VALEUR

Éditions d'Organisation
1, rue Thénard
75240 Paris Cedex 05
Consultez notre site :
www.editions.organisation.com



version eBook (ISBN) de l'ouvrage : 2-7081-6084-2



Félix Bogliolo

LA CRÉATION DE VALEUR

Préface de Patrick DUMOUCHEL

Président de l'Association Nationale
des Directeurs Financiers et du Contrôle de Gestion



À

Catherine,

et à

nos « Créations de Valeur » communes :
Nathalie, Christophe et Sébastien,

tous quatre, mes seules véritables amours.

Nous avons bénéficié des conseils de nombreux amis durant la longue rédaction du présent ouvrage : collègues de la DFCG (Dominique…), correspondants chez nos clients (Frédéric…), partenaires de notre société de conseil (Hubert…), etc. Leur énumération serait trop longue. Qu'ils soient tous remerciés ici. Les insuffisances résiduelles sont exclusivement les nôtres.

PRÉFACE

La Création de Valeur : tout semble avoir été dit a ce sujet , sauf peut-être l'essentiel. En fait, sous ce terme apparemment anodin se cache en réalité une vraie pratique et une vraie logique managériale souvent ignorées et peut-être encore plus souvent non réellement mises en œuvre.

Que n'a t'on cherché en effet à faire supporter à ce concept et que ne lui a-t-on attaché de connotations négatives alors même que la maîtrise et le pilotage de l'entreprise par la valeur sont porteurs des succès à venir !

En réalité et comme le démontre très bien l'auteur, la communication financière faite autour de la Création de Valeur n'est que la partie visible d'une philosophie managériale plus tournée vers la vraie performance économique future que vers l'analyse rétrospective des résultats comptables.

L'ouvrage guide globalement et pratiquement vers la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur respectant les intérêts complémentaires de l'investisseur et du salarié qu'apparemment tout oppose.

Au cœur de ce dispositif, le DAF[1] trouvera là un moyen efficace de participer opérationnellement à la Création de Valeur, non pas en temps qu'arbitre ou censeur du résultat, mais bien en tant que dirigeant opérationnel de la Création de Valeur, au sein d'une équipe concentrée sur cet outil essentiel que doit être la Gestion par la Valeur .

À l'époque des méga-fusions et de la mondialisation, le management par la valeur, décrit par Félix Bogliolo, ramène à des réalités et des méthodes de management opérationnelles permettant la mobilisation et l'adhésion de tous les acteurs de l'entreprise vers ce seul but qu'est la Création de Valeur au profit de tous.

En même temps il aborde au travers de la description de ce concept, bon nombre de débats sociaux, tels que la logique des licenciements, la juste rémunération des salariés, le rôle de l'État, le financement des retraites et repositionne la fonction de DAF[1] au cœur du dispositif productif de l'entreprise.

1. Directeur Administratif et Financier.

Puisse ce concept trouver l'écho qu'il mérite au sein de nos organisations et contribuer ainsi au rôle fédérateur que doit avoir l'entreprise au bénéfice de tous ses partenaires, qu'ils soient salariés ou investisseurs !

Peut-être est-ce là le fondement de ce que d'aucuns appellent le vrai rôle de l'entreprise « citoyenne » ? C'est en tout cas un formidable outil de pilotage et de management pour les DAF des entreprises d'aujourd'hui et de demain !

Patrick Dumouchel

Président de la DFCG

L'objet du présent ouvrage est de présenter au Directeur Financier (DAF ci-après) le concept de Création de Valeur et son utilisation dans le cadre d'un Système de Gestion par la Valeur, ce dernier ayant pour but d'accroître la Création de Valeur et de la pérenniser.

Ce livre est inspiré de nos expériences d'implantation de Systèmes de Gestion par la Valeur chez nos clients, même si pour des raisons évidentes de confidentialité nous parlons le plus souvent d'une entreprise générique ABC. La Création de Valeur, telle que nous la concevons, est universelle. Elle intéresse toutes les entreprises, de toute taille, tout secteur, tout pays, qu'elles soient cotées ou non. En termes de chiffre d'affaires notamment, ces entreprises vont d'à peine EUR 10 millions à plusieurs milliards d'euros.

Plus particulièrement, ce livre, très concret, donne au DAF les outils de mesure de la Création de Valeur (le Profit Économique) afin qu'il puisse l'appliquer à « son » entreprise et ainsi permettre une meilleure valorisation de celle-ci.

Cet ouvrage est une véritable méthode de mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur et une invitation pour que le DAF diffuse ce concept dans l'entreprise. Il lui permettra de mieux comprendre les arcanes d'un Système de Gestion par la Valeur. Il lui donnera les arguments nécessaires pour faire adopter la Création de Valeur par sa Direction Générale et/ou ses collègues du Comité Directeur de « son » entreprise : autres Directeurs fonctionnels (et notamment Stratégie et Ressources Humaines), Directeurs Opérationnels. Il lui donnera aussi le *modus operandi* pour accompagner ces derniers dans la mise en place du Système de Gestion par la Valeur que conjointement ils auront choisi. Car en aucune manière, la Création de Valeur n'est du seul ressort du DAF. Elle est du seul ressort de la Direction Générale tout entière, le DAF ne pouvant en être que le héraut au sein du Comité Directeur.

La communication interne et externe de « son » entreprise en sera substantiellement améliorée. L'ensemble des orientations stratégiques et opérationnelles de « son » entreprise bénéficiera d'une rationalité accrue dans les

processus de prise de décisions. En outre, le DAF disposera des orientations nécessaires pour que les systèmes de rémunération de « son » entreprise deviennent à la fois particulièrement attractifs et incitatifs. La performance de « son » entreprise pourra s'en trouver sensiblement et continûment améliorée, ce qui sera apprécié non seulement par les investisseurs de l'entreprise mais aussi par ses dirigeants et employés. La culture de « son » entreprise se verra influencée dans un sens plus entrepreneurial.

Le rôle du DAF dans la Création de Valeur

À nos yeux, la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur comporte cinq étapes que nous synthétisons par l'acronyme MESOP :

M	Les dirigeants de l'entreprise doivent prendre conscience que leur Mission est de gérer par et pour la valeur. En particulier, leur communication interne et externe doit intégrer ce paramètre.
E	L'Évaluation des performances de l'entreprise doit se faire en termes de Création de Valeur, au niveau de sous-entités indépendantes aussi petites que possible (ateliers, produits, marchés, etc.) – des Rivières de Valeur. Mais évaluer la Création de Valeur n'est pas créer de la valeur. Un diagnostic n'est pas un plan d'action.
S	L'entreprise doit concentrer l'orientation de sa Stratégie sur la Création de Valeur.
O	L'entreprise doit gérer ses Opérations en décentralisant la responsabilité de créer plus de valeur. Pour cela, il faut passer l'entreprise au crible de la Création de Valeur et exploiter ses Sources de Valeur. Cela contribue à augmenter l'intérêt du travail des dirigeants et employés.
P	L'entreprise doit faire accéder ses dirigeants et collaborateurs à une Participation à la Création de Valeur qu'ils génèrent grâce à des rémunérations variables substantielles.

Tableau 1 : Énoncé de l'acronyme MESOP

Dans le processus d'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur à travers ses cinq étapes MESOP, le DAF a de nombreux rôles à jouer.

Il est souvent à la source de la prise de décision en faveur d'une telle réalisation tant auprès de sa Direction Générale qu'auprès de ses collègues du Comité Directeur de l'entreprise : autres fonctionnels, opérationnels, etc.

C'est l'objet de la première partie de cet ouvrage : le M de Mission de notre acronyme MESOP.

Il est moteur dans les aspects techniques de la Création de Valeur. C'est l'objet des deuxième et troisième parties de cet ouvrage : le E d'Évaluation de MESOP. Toutefois, même dans ce domaine, il ne peut agir seul dans sa tour d'ivoire. La mesure de performance est là pour décrire la réalité industrielle et commerciale de l'entreprise : ses collègues opérationnels doivent donc participer à la définition de cette mesure afin qu'elle reflète au mieux les résultats de leur travail. Ainsi, ces derniers accepteront d'autant mieux les jugements qui découleront de cette mesure d'évaluation de leurs performances parce qu'ils y auront adhéré en toute sincérité. Sinon, ils ressentiront cette nouvelle mesure comme une conversion forcée à une nouvelle religion et la rejetteront donc fort logiquement pour continuer à pratiquer secrètement les rites auxquels ils étaient précédemment habitués.

Enfin, il doit accompagner les changements concrets que la mise en place du Système de Gestion par la Valeur adopté implique pour ses collègues fonctionnels et opérationnels au niveau des prises de décision stratégiques, opérationnelles et en matière de gestion des ressources humaines. Ce sera l'objet de notre quatrième partie : les S de Stratégie, O d'Opérations et P de Participation de notre acronyme MESOP.

Le Directeur Financier est ainsi essentiel dans la mise en place et la vie d'un Système de Gestion par la Valeur. Il doit communiquer, convaincre, assister, relayer. Pour cela, il devra devenir l'animateur du nouveau langage de l'entreprise : la Création de Valeur. Le Directeur Financier doit donc tout à la fois développer ce nouveau langage, le diffuser, le faire vivre en le faisant apprendre à ses collègues opérationnels pour qu'ils l'intègrent dans les domaines qui sont les leurs.

Le DAF valide la démarche, les indicateurs retenus, leur intégration dans les outils et processus de gestion et en assure la cohérence globale. Ainsi, son champ d'action va s'élargir et prendre une dimension tout à la fois plus stratégique et plus opérationnelle.

Plus stratégique, car les outils que la Création de Valeur l'oblige à mettre au point vont structurer la gestion de l'entreprise, influencer la prise de toutes les décisions y compris les plus importantes et faire évoluer les comportements des dirigeants et des employés .

Plus opérationnel, car ces outils vont irriguer les autres fonctions : Plan et Développement, Commercial, Production, Achats, Ressources Humaines, leur utilisation va soulever de nombreux questionnements auxquels le Directeur Financier devra contribuer à répondre et même qu'il devra contribuer à susciter.

L'OUVRAGE EN UNE PAGE

SOMMAIRE

LISTE DES TABLEAUX

LISTE DES ÉQUATIONS, GRAPHIQUES ET SCHÉMAS



NOTATIONS ET CONVENTIONS DE NOTATION

Conventions de notation

Les notations utilisées reprennent en règle générale les initiales du concept qu'elles représentent dans sa formulation française développée.

Les notations sont en minuscules lorsqu'elles représentent des pourcentages : elles sont alors constituées en règle générale de trois lettres. Elles sont en majuscules lorsqu'elles représentent des montants bilantiels : elles sont alors constituées en règle générale de deux lettres, ou d'autres quantités : elles sont alors constituées en règle générale de trois lettres.

Abréviation française	Terme français	Abréviation anglaise	Terme anglais
VM	Valeur de Marché	MV	Market Value
FTD	Flux de Trésorerie Disponible	FCF	Free Cash Flow
VT	Valeur Terminale	TV	Terminal Value
cmc	Coût Moyen du Capital	wacc	Weighted Average Cost of Capital
REMIC	Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé	NOPAT	Net Operating Profit After Tax
DAP	Dotations aux Amortissements et Provisions		Depreciation and Amortization
Δ	Delta ou Variation	Δ	Delta or Variation
INV	Investissement	INV	Investment
VAN	Valeur Actuelle Nette	NPV	Net Present Value
BPA	Bénéfice Par Action	EPS	Earnings Per Share
BFR	Besoin en Fonds de Roulement	NWC	Net Working Capital
Immos ou IM	Immobilisations	FA	Fixed Assets
FP	Fonds Propres	SF ou NW	Shareholders' Funds or Net Worth

DF	Dettes Financières	FD	Financial Debt
cbd	Coût Brut de la Dette	cdg	Cost of Debt Gross
tis	Taux d'Impôt sur les Sociétés	mtr	Marginal Tax Rate
VA	Valeur Actuelle	PV	Present Value
dac	Durée d'Avantage Compétitif	cap	Competitive Advantage Period
CVE	Création de Valeur Externe	MVA	Market Value Added
CI	Capitaux Investis	CE	Capital Employed
	Décote ou surcote	MBR ou PBR	Market (ou Price) to Book Ratio
MEDAF	Modèle d'Évaluation (ou Équilibre) des Actifs Financiers	CAPM	Capital Asset Pricing Model
cae	Coût de l'Actif Économique	cbr	Cost of Capital Business Risk
tsr	Taux Sans Risque	rfr	Risk Free Rate
prm	Prime de Risque du Marché	mrp	Market Risk Premium
IRO	Indice de Risque Opérationnel	BRI	Business Risk Index
cnd	Coût Net de la Dette	cdn	Cost of Debt Net
IFP	Indice de risque des Fonds Propres	ERI	Equity Risk Index
prf	Prime de Risque Financier	frp	Financial Risk Premium
rfp	Rendement des Fonds Propres	roe	Return On Equity
rsi	Retour Sur Investissement	roi	Return On Investment
tri	Taux de Rendement Interne	irr	Internal Rate of Return
rci	Rendement des Capitaux Investis	roa ou roc	Return On Assets or Capital
RE	Résultat d'Exploitation	OP	Operating Profit
po	Productivité Opérationnelle	oe	Operating Efficiency
pb	Productivité Bilantielle	ce	Capital Efficiency
VOC	Valeur des Opérations Courantes	COV	Current Operations Value
VCA	Valeur de la Croissance Anticipée	AGV	Anticipated Growth Value

PROLOGUE

Avertissement : le lecteur pressé pourra trouver intérêt à commencer sa lecture directement par la première partie, page 11.

I. Le marché a-t-il raison des drames humains ?

Du personnel licencié, des cours de Bourse en hausse : désagréable paradoxe ? Illusion d'optique plutôt ! Les salariés qui pleurent payent pour les erreurs de la gestion passée. La Bourse qui rit s'illusionne des succès à venir. De très nombreuses études montrent que la rentabilité des entreprises françaises est non seulement inférieure à celle de leurs pairs anglo-saxons mais aussi insuffisante dans l'absolu par référence à des critères objectifs. Et ce, quelle que soit l'apparente opulence de bénéfices comptables multimilliardaires. Cette remarque s'applique aussi à la plupart des entreprises européennes, latines ou germaniques. Citons trois de ces études : les études de Patrick ARTUS à la Caisse des Dépôts, les travaux de McKinsey de 1994 et 1997 sur ce sujet, et enfin les classements selon le critère de Création de Valeur publiés dans L'Expansion depuis 1995 et auxquels l'auteur a collaboré lors des cinq premières éditions.

Les chiffres de ces études de *L'Expansion* indiquent que, jusqu'en 1996 inclus, les entreprises françaises de l'échantillon étudié dégageaient une rentabilité insuffisante. Les chiffres similaires tirés d'échantillons d'entreprises américaines, anglaises et canadiennes indiquent que ces entreprises dégageaient durant ces mêmes années des rentabilités suffisantes. Depuis lors les entreprises françaises sont suffisamment rentables mais leurs homologues étrangères continuent à dégager des rentabilités supérieures, souvent même substantiellement supérieures.

Quelles raisons expliquent cette situation d'insuffisante rentabilité ? La Caisse des Dépôts constate au moins deux points essentiels parmi d'autres. D'une part, les entreprises françaises ont sur-investi, ce qui a dégradé leur intensité capitalistique : pour un même Euro de Capital engagé, elles vendent moins aujourd'hui qu'il y a cinq ou dix ans. D'autre part, elles ont financé ces investissements par des ressources de plus en plus chères (du Capital-action plutôt que du Capital-dette) : on constate une baisse significative de leur ratio d'endettement. Par là-même, elles augmentaient le niveau de rentabilité minimum qu'elles devaient atteindre pour satisfaire leurs bailleurs de fonds.

Quoi qu'il en soit, il se trouve que cet état de faible rentabilité objective des entreprises françaises a coïncidé avec un état de chômage endémique dans notre pays. Par contre, les pays anglo-saxons où les entreprises sont beaucoup plus performantes affichent des niveaux d'emploi supérieurs. McKinsey écrit d'ailleurs : « Plus élevé est le Rendement du Capital, moins il est nécessaire d'épargner pour l'avenir et plus les gens peuvent se permettre de consommer aujourd'hui. ... La productivité du Capital détermine donc le taux de rendement et le taux de création de richesse à long terme d'une économie. ... Une économie avec un taux de rendement de l'épargne élevé est en meilleure posture qu'une économie avec de faibles taux de rendement. » Les études menées par différents organismes (Cf. entre autres exemples, Crédit Suisse First Boston : *Shareholder Value in Europe Part II* 20 juin 96) tendent à montrer qu'il existe une certaine corrélation négative entre la Création de Valeur des entreprises d'un pays et le taux de chômage de ce pays. C'est-à-dire que plus les entreprises ont une performance économique bonne et moindre est le taux de chômage de ce pays.

Au niveau des entreprises individuelles, la même constatation peut être faite.

Les groupes Carrefour, L'Oréal ou LVMH qui constituent régulièrement le tiercé gagnant des classements selon le critère de Création de Valeur sont-ils connus pour avoir procédé à des licenciements massifs ces dernières années ? En effet, les entreprises créant de la valeur voient facilité leur accès aux marchés de capitaux et peuvent ainsi mieux financer leurs ressources humaines mais aussi maintenir leur métier existant et investir pour leur avenir. Ce sont les entreprises de ce type-là qui sont les plus innovantes et dont les produits exhibent la meilleure qualité. Réciproquement, les Pechiney, Usinor ou d'autres qui sont – ou ont été régulièrement –

parmi les derniers de ces mêmes classements ont-ils vu s'écouler quelques années de suite sans « dégraissage » ?

Vu leur condition, les entreprises françaises doivent redresser leur performance économique. Pour justifier cette nécessité, il n'est point besoin de tomber dans les lieux communs de la présence des investisseurs étrangers dans leur capital ou de la mondialisation, même si ces deux critères concourent eux aussi aux mêmes effets. Il y va de leur survie : immédiate si elles sont déjà en difficulté, à plus long terme si elles sont en apparente bonne santé aujourd'hui mais insuffisamment pour croître ou se développer en levant de nouveaux capitaux à un prix raisonnable. Il y va aussi de la santé économique de notre pays.

Les entreprises, qui, dans un pays comme la France, ne peuvent ni moduler le prix du facteur de production Travail ni moduler sa quantité, ne peuvent gérer, de manière fine au jour le jour, leur performance économique. Elles en sont donc réduites à effectuer, par à-coups, lorsque « la coupe est pleine », des plans de licenciement qui n'en sont que plus spectaculaires. Avec l'impact médiatique correspondant.

Les enseignements de la comptabilité traditionnelle les y poussent. En effet, que dit cette comptabilité ? Est une charge la rémunération du facteur de production Travail. Le résidu est au seul bénéfice du facteur de production Capital. Ce faisant, cette approche induit une relation d'opposition systématique entre les deux facteurs de production. Le Travail a intérêt à se servir le premier au maximum puisqu'il ne profitera pas du résidu. Le Capital a intérêt à ce que ce résidu qui est sa rémunération soit maximum en diminuant le poids des ponctions antérieures. Sous forme de boutade, cela se traduit par : la Comptabilité est responsable de la lutte des classes et des licenciements !

Création de Valeur, que de licenciements ont été commis en ton nom ! Mensonge grossier diabolisant un bouc émissaire facile face à un public généralement complaisant.

La notion de Création de Valeur est tout autre. Elle fait la distinction non plus entre la rémunération des deux facteurs de production mais plutôt entre l'effort que chacun d'entre eux fait en s'insérant dans le processus de production et le résultat ainsi obtenu. Au titre de la rémunération de l'effort, chaque facteur de production a droit à une rémunération fixe : une sorte de SMIC. Pour le facteur de production Capital, le milieu académique l'appelle le Coût du Capital. Le Profit Economique est le résultat de l'entreprise après cette rémunération fixe des deux facteurs de production. C'est pour cela que depuis des lustres (pour ne

pas écrire depuis des siècles) le monde académique a défini ce concept de Profit Économique ou PE (*residual income*) que le célèbre cabinet américain STERN STEWART appelle EVA® (*Economic Value Added*, marque déposée dans différents pays notamment en France et un peu passée dans la langue courante comme Frigidaire® pour réfrigérateur ou Bottin® pour annuaire – saluons au passage comme il le mérite ce coup de marketing génial).

Améliorer le Profit Économique revient donc bien à améliorer la productivité globale de l'entreprise par rapport à l'ensemble des facteurs de production. Et non pas par rapport au seul facteur Travail comme tend à l'indiquer le résultat comptable sans se soucier de savoir si cette amélioration de productivité du facteur Travail a coïncidé avec une détérioration de la productivité du facteur Capital. Or tout indique que tel a bien été le cas ces dernières années pour les entreprises françaises. L'intéressement ou la participation de l'ensemble des dirigeants et employés à la Création de Valeur qu'ils ont contribué à générer est consubstantiel d'un Système de Gestion par la Valeur (SGV – *Value Based Management* ou *VBM*). Loin de nous l'idée que nous autres latins travaillerions pour l'argent et que le fait de pouvoir gagner plus nous inciterait éventuellement à travailler plus ou mieux ! Mais, en revanche, il est bien dans notre culture de justice sociale que le Travail tire la juste part de la Création de Valeur générée grâce à son talent. *De facto*, le coût du Travail est ainsi rendu flexible, repoussant d'autant une régulation de ce facteur de production par les quantités (licenciements, retraites anticipées, temps partiels non désirés).

Ce ne sont pas seulement des entreprises anglo-saxonnes telle Microsoft qui pratiquent ce mode de pensée et de gestion, mais aussi des entreprises bien françaises telle SEB (34 000 F de bonus par an et par salarié en moyenne durant de nombreuses années). Dans un tel contexte, les dirigeants, et surtout les employés à tous les niveaux, doivent souhaiter la performance économique de leur entreprise puisqu'ils en retireront le juste bénéfice à titre personnel, particulièrement pour leurs rémunérations.

Vue ainsi la logique de la Création de Valeur issue du Profit Économique n'est pas l'expression d'un quelconque antagonisme entre les deux facteurs de production : Capital et Travail. Au contraire, elle est la manière d'aligner leurs intérêts durablement. Le Travail est ainsi induit à adopter un comportement de propriétaire car il en a le profil de rémunération. Un Système de Gestion par la Valeur autorise donc ainsi

des avancées sociales justifiées par la performance économique. Pour poursuivre avec la boutade antérieure, la Création de Valeur représente donc la fin de la lutte des classes et constitue le gage de l'absence de licenciements à l'avenir ! Capital, Travail, même combat !

À bon droit, peut-on alors parler de Création de Valeur et non pas de valeur actionnariale car la cohérence de cette démarche a bien été montrée vis-à-vis de tous les tenants de l'entreprise, en particulier vis-à-vis des employés.

La Bourse peut alors légitimement anticiper des lendemains meilleurs, où les erreurs passées ne seront pas commises à nouveau. Pour le plus grand bien des salariés.

II. « Créer de la valeur ou mourir ! »

Les apparences de dysfonctionnements évoquées par cette situation (licenciements – hausse des cours) ne sont que le reflet des énormes mutations que connaissent les économies de notre planète et de la schizophrénie qu'elles entraînent. À peu près tous les pays se sont engagés dans la voie de la libre circulation des idées, des personnes, des marchandises et des capitaux depuis plusieurs décennies. Cette voie « ne tient debout que si on en pousse jusqu'au bout la logique ». Car il n'existe pas de voie médiane entre une économie à la Cubaine (à l'époque des « visiteurs du soir » qui sait si elle n'aurait pas eu notre préférence) et une économie ouverte (maintenant qu'elle nous a été imposée, allons-y). Si un investisseur français peut, directement ou via une holding de « La Défense », investir son épargne en Thaïlande, il le fera si la rentabilité de cet investissement est meilleure là-bas qu'en Auvergne et de ce fait il embauchera un Thaïlandais plutôt qu'un Auvergnat. Si un consommateur français peut, directement ou via une centrale d'achat de St Étienne, importer un produit marocain, il le fera dès l'instant que le prix de ce produit rendu chez lui est inférieur à celui du produit normand de qualité équivalente et de ce fait il augmentera le niveau de vie d'un ouvrier marocain aux dépens d'un ouvrier normand. Si un touriste français peut aller passer ses vacances sur la Costa del Sol, il le fera si le prix payé rapporté aux heures d'ensoleillement et autres éléments qualitatifs lui paraît plus intéressant que sur la Côte d'Azur pour le plus grand bénéfice de l'État, du patron et des serveurs espagnols et au détriment de leurs équivalents français. Les critiques de notre système économique voudraient-ils empêcher l'investissement fran-

çais à l'étranger, l'importation en France de marchandises étrangères, le touriste français de se rendre en vacances à l'étranger ?

Le débat est, en fin de compte, entre les partisans d'une gestion homéopathique de ces mutations et ceux d'une gestion allopathique. La gestion homéopathique de la sidérurgie ou du charbon français sur plusieurs décennies a-t-elle évité l'inéluctable ? Clairement non ! Le coût pour la Société et pour les personnes concernées n'aurait-il pas été plus faible avec un traitement plus fort et plus court ? Nul ne le sait. En tout état de cause, il n'est pas extravagant de se poser ce genre de questions et de souhaiter que des réponses alternatives soient apportées dans les nouvelles situations que nous vivons aujourd'hui. Comme le dit Bertrand Collomb, PDG de Lafarge, un des premiers à s'être lancé résolument dans une démarche de Création de Valeur au sein du Groupe qu'il dirige, un des rares à se réclamer encore du catholicisme social en France : « Ce ne sont pas les actionnaires qui sont méchants mais les concurrents ! » (Cf. l'excellent dossier sur Michelin dans *Le Point* du 17/09/99).

En l'occurrence, et pour régler les nombreux problèmes qui affectent notre économie : chômage, précarisation, retraites, etc., nous sommes de ceux qui pensent (paraphrasant l'aphorisme célèbre consacré à la démocratie) que des entreprises créant de la valeur, c'est-à-dire tout simplement en bonne santé, constituent la pire des solutions à l'exception de toutes les autres. Contre toute sorte de dictature, qu'elle soit du prolétariat ou des marchés, vive la démocratie, celle qui respecte autant les dirigeants et les employés en leur accordant des rémunérations variables élevées liées au Profit Économique que les actionnaires en leur reconnaissant leur juste rémunération au Coût du Capital.

III. Le thermomètre de la bonne santé de l'entreprise

L'apparence de dysfonctionnement est d'autant plus criarde que les licenciements effectués l'ont été par des entreprises annonçant des bénéfices comptables. Nous proposerons quelques pistes pour assainir ce débat.

D'abord, comme nous l'avons déjà indiqué plus haut, le résultat comptable n'est certainement pas le meilleur indicateur de performance pour les entreprises. Le seul véritable résultat de gestion est le Profit Économique, dont le présent

ouvrage traitera abondamment. Un résultat comptable fortement positif peut correspondre à une énorme perte économique, comme nous le verrons ultérieurement. Seul un Profit Économique est le signe de la bonne santé d'une entreprise.

Ensuite, il faudrait savoir à quelle époque se réfèrent les profits en question. On s'accordera sur le fait que le niveau de résultat d'aujourd'hui n'est en rien indicateur du niveau de demain. Telle entreprise en perte aujourd'hui pourra atteindre des bénéfices records demain en cas de redressement spectaculaire ; telle autre en bénéfice aujourd'hui pourra déposer son bilan demain en cas de retournement de conjoncture. M. de la Palisse le disait déjà : « un quart d'heure avant sa mort, il était toujours vivant ». Or, tout le monde connaît les avantages de la médecine préventive. Compte tenu de sa vision d'avenir sur sa propre évolution et sur son environnement, une entreprise peut très bien prévoir que demain la conjoncture ne sera pas aussi bonne que celle qui lui a permis de dégager hier les (vrais) profits qu'elle annonce aujourd'hui. Dans ce cas, personne ne devrait lui faire reproche de prendre des mesures préventives aujourd'hui et ainsi éviter peut-être une catastrophe encore plus grande demain.

Enfin, un quelconque observateur objectif devrait faire à cette entreprise d'autant moins de reproches, qu'elle aurait été généreuse avec ses travailleurs en termes de rémunérations en période (réellement) profitable. En effet, cet observateur doit être attaché comme nous le sommes, à une large participation des travailleurs aux (vrais) profits de leur entreprise. « *If you give peanuts, you get monke*ys » dit un aphorisme anglo-saxon que nous affectionnons particulièrement et que tout entrepreneur réellement soucieux du devenir de son entreprise n'a aucun mal à faire sien. Évidemment, personne ne peut aimer ces entreprises qui disent à leurs travailleurs : « pile, je gagne ; face, tu perds. » Mais, réciproquement, personne ne peut concevoir qu'un travailleur tienne ce même genre de propos à son entreprise : « ça va pour l'entreprise, ça va pour mes rémunérations ; ça ne va pas pour l'entreprise, ça va quand même pour mon emploi ». Les entreprises ne peuvent fournir des emplois que si elles sont en bonne santé, c'est-à-dire si elles font des (vrais) profits.

IV. L'État et la Création de Valeur

La Création de Valeur est de nature à susciter des vocations entrepreneuriales en considérable augmentation. L'impor-

tance de la sphère publique diminuera donc en valeur absolue et surtout en valeur relative. En effet, la cause du problème constitué par l'importance croissante de la sphère publique réside en partie dans les entreprises.

Les fonctions de plus en plus nombreuses assumées par l'État proviennent en partie de demandes croissantes des entreprises : au moindre cahot sur leur route, elles se tournent vers l'État et lui demandent d'intervenir. Ou celui-ci se voit contraint de le faire car les entreprises n'assument pas elles-mêmes certaines fonctions qui, par simple bon sens, devraient être les leurs : défense du consommateur, hygiène et sécurité du travail, protection de l'environnement, éthique des affaires, … Ce qui n'est pas conforme au véritable esprit entrepreneurial.

Par ailleurs, les entreprises ne sont plus compétitives vis-à-vis de l'État comme employeurs : d'où l'attrait croissant du fonctionnariat chez les jeunes. Les errements passés des entreprises les ont conduit à la situation de mauvaise performance économique rappelée plus haut. En raison de ce contexte, face à la garantie de l'emploi à vie, les entreprises ont offert depuis plus d'une génération, une litanie de restructurations avec tous les licenciements ou emplois précaires associés. Face aux trente heures de travail effectif de la fonction publique, elles ont proposé de fait plutôt cinquante heures à beaucoup de leurs employés. Face à des traitements en hausse, elles sont contraintes à des limitations fortes en matière de salaires fixes (mais non de rémunérations si on y inclut des bonus variables importants fondés sur la performance économique), engluées qu'elles sont dans la banalisation croissante de leurs produits.

Enfin, rappelons que jusqu'à un passé très récent, la performance économique des entreprises a été médiocre. Or c'est elle qui constitue l'assiette des prélèvements obligatoires. Celle-ci diminuant, pour collecter la même quantité de francs (en l'occurrence pour en collecter chaque année beaucoup plus depuis plusieurs lustres), la proportion des prélèvements obligatoires ne pouvait que croître.

C'est un cercle vicieux dont il est urgent de sortir.

Il faut dynamiser les entreprises et les rendre plus créatives par une décentralisation accrue qui les rapprochera de leurs clients et de leurs marchés et cassera la concurrence sur le seul facteur prix. Rendons aux entreprises et au monde des affaires la citoyenneté dont ils n'auraient jamais dû se départir. Musclons les entreprises en développant leur performance

économique. Accroissons les rémunérations par l'attribution de bonus variables généreux fondés sur cette performance économique améliorée. Le travail dans les entreprises n'en sera que plus attrayant.

La confiance retrouvée dans les entreprises limitera la position de l'État à celle d'un dernier recours. L'externalisation de certaines de ses fonctions s'en trouvera facilitée et s'imposera tout naturellement. Les besoins de l'État s'en trouveront réduits à l'essentiel qu'il est important qu'il assume (mieux qu'il ne le fait réellement aujourd'hui !). Les prélèvements obligatoires baisseront non seulement en valeur absolue mais aussi et doublement en valeur relative.

PREMIÈRE PARTIE

POURQUOI METTRE EN PLACE UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ?

L'entreprise est un partenariat entre les capitaux des investisseurs et les compétences des dirigeants. Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur représente la Mission de l'entreprise assignée par les investisseurs-mandants aux dirigeants-mandataires. La mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur ne constitue que l'accomplissement de cette Mission.

CHAPITRE 1

L'entreprise est un partenariat

Le partenariat, alliant les capitaux des investisseurs aux compétences des dirigeants, peut s'analyser comme une relation de mandat. Les investisseurs en sont les mandants. L'objet du mandat est la gestion de l'épargne des mandants, investie dans l'entreprise. L'objectif du mandat est la maximisation de la valeur de cette épargne. Les mandataires sont les dirigeants. Cette maximisation **peut et donc doit** se faire sous la contrainte de respect des intérêts des autres tenants de l'entreprise : employés, clients, fournisseurs, société au sens large, environnement, etc. À une époque où le financement des retraites acquiert une importance primordiale, la Création de Valeur constitue une bonne manière d'apporter une solution satisfaisante à ce problème.

1 L'entreprise réunit des capitaux et des compétences

Toute économie repose sur la dualité suivante. Les investisseurs ont besoin de compétences humaines qui valorisent leurs capitaux. Dit de manière ironique, cela donne : ils ont de l'argent mais pas d'idées. Les dirigeants et employés ont besoin de capitaux pour exprimer leurs compétences : sur le même ton ironique, ils ont des idées mais pas d'argent.

L'entreprise est le fruit de l'union entre les capitaux des investisseurs et les compétences des dirigeants et employés : l'entreprise requiert et de l'argent et des idées pour exister valablement. Dès ses premiers pas en Économie, tout étudiant de cette noble science apprend ainsi qu'il existe deux facteurs de production : le Capital et le Travail.

Des travailleurs sans machines (employés sans bureau, paysans sans terre, informaticiens sans ordinateurs…) ne peuvent exercer leurs talents. Des machines sans travailleurs (bureaux sans employés, terres sans paysans, ordinateurs sans utilisateurs…) ne produisent rien.

Chaque grève nous fait redécouvrir cette évidence : une entreprise ne peut produire sans Travail. Réciproquement, paraphrasant le fameux « qui t'a fait roi ? », le Capital interpelle parfois certains grévistes « qui vous fournit du travail ? ». Capital et Travail peuvent s'invectiver longtemps encore de manière stérile, de part et d'autre d'un fossé culturel. Ils peuvent aussi s'asseoir à la table de négociation et trouver un accord en termes de « participation du Travail aux fruits du Capital » et pour cela définir correctement ce que sont ces fruits.

Nous essaierons de poser les bases économiques d'une telle discussion. Au gouvernement d'apporter le cadre légal ou réglementaire adéquat ou encore les incitations fiscales ou sociales pertinentes ! Si tant est qu'ils soient nécessaires, comme nous l'avons écrit dans notre Prologue.

L'entreprise capitalistique est ainsi dénommée, de manière redondante, car le Capital constitue par définition un des deux facteurs de production. Son rôle et son importance ont cependant beaucoup évolué à travers les siècles : ils débouchent de nos jours sur ce que certains considèrent comme une nouvelle relation à l'actionnaire. En fait, il s'agit plutôt d'une relation naturelle dont on comprend mal comment et pourquoi on a pu s'en écarter dans telle ou telle entreprise à telle ou telle époque.

L'accès au capital est devenu un enjeu stratégique pour l'entreprise au cours du XXe siècle, en raison de plusieurs développements interdépendants :

– une croissance des besoins en capitaux, liée aux évolutions technologiques,
– une dissociation de plus en plus marquée entre les propriétaires et les dirigeants, facilitée par les possibilités accrues d'appel public à l'épargne et par la suite encourageant un recours croissant à celui-ci,

– un accroissement du rôle des investisseurs institutionnels que l'on observe plus récemment (épargne gérée et fonds de retraite),
– des exigences accrues dans le domaine de la Gouvernance d'entreprise (*Corporate Governance*), considérée comme susceptible de créer de la valeur (rapports Viénot en France ou Cadbury au Royaume-Uni ; recommandations du fonds de pension CALPERS aux États-Unis), les améliorations demandées portant sur deux axes majeurs : la composition et le rôle du conseil d'administration, et les droits des actionnaires.

Tous ces développements vont dans le sens d'une implication plus grande des actionnaires dans la vie de l'entreprise. Mais de ces deux facteurs de production requis par l'entreprise, force est de constater qu'il y a un *primus inter pares*. Paraphrasant la Genèse, on pourrait écrire à propos de l'entreprise « Au commencement, il y avait le Capital ».

Ce n'est que postérieurement que les dirigeants et employés vont donner corps à cette entreprise : ils embaucheront de plus en plus d'employés, ils achèteront des machines, ils achèteront des matières premières, ils produiront, ils vendront, ils encaisseront, ils paieront leurs fournisseurs et leurs employés, ils rémunéreront leurs bailleurs de fonds (actionnaires). C'est donc dans un cercle vertueux qu'il faut inscrire le partenariat existant de fait entre les deux facteurs de production.

L'entreprise naît d'un contrat de partenariat alliant les investisseurs aux dirigeants et employés, l'épargne aux compétences, l'argent aux idées.

Les universitaires ont pris l'habitude de qualifier ce partenariat de mandat. Nous détaillons ci-après les termes de ce mandat.

2 Les mandants sont les investisseurs

La plupart des entreprises, petites ou grandes, ont soit un actionnariat ouvert soit des dirigeants non issus de l'actionnariat : le rôle de chacun y est clair. Dans ce cas précis, les investisseurs sont, sans ambiguïté aucune, les mandants de ce mandat.

Dans le cas d'une **entreprise publique**, la relation de mandat se pose avec une acuité encore plus grave en dépit des apparences. En effet, les mandants sont tous les contribua-

bles. On aimerait que les deniers publics soient aussi bien gérés que si les contribuables étaient de véritables actionnaires (avec une volonté de rentabilité et avec une possibilité de sanction).

Le mandant et le mandataire ne sont la même personne que dans **les entreprises individuelles**. Ce cas est suffisamment intéressant pour qu'on s'y arrête.

Excluons de prime abord un cas tout à fait possible en théorie, mais heureusement assez rare dans la pratique : l'actionnaire est unique ET il n'est pas rationnel, c'est-à-dire que cette personne préfère être pauvre plutôt que riche et donc cela lui est totalement indifférent que son entreprise vaille plus ou moins. De plus comme cette personne est le seul actionnaire, elle n'a de compte à rendre à personne d'autre qu'à elle-même ; elle est donc véritablement libre de gérer son entreprise dans le sens qu'elle désire. Ces hypothèses sont très fortes. Car si cette personne était rationnelle tout en n'étant pas intéressée par les biens de ce monde, elle devrait quand même souhaiter que son entreprise vaille plutôt plus afin d'être en mesure de faire des dons plus importants à des œuvres caritatives.

Dans le cas où cette personne est bien le seul actionnaire ET rationnelle, elle devrait tenir le raisonnement décrit ci-dessous En effet, Janus à deux têtes, cette personne porte une casquette différente sur chacune de ses têtes : sur l'une, celle d'investisseur et sur l'autre, celle de dirigeant. Elle doit être tout à la fois tout l'un et tout l'autre. En particulier sur la question des rémunérations.

En tant que dirigeant, cette personne a droit à sa rémunération comme si elle était dirigeant salarié de n'importe quelle autre entreprise de cette taille, de ce secteur, de ce pays, etc. Son salaire fixe n'est que la juste rémunération des compétences que cette personne met en jeu pendant les nombreuses fois 35 heures qu'elle passe au service de son entreprise par semaine. Si on veut à tout prix faire payer le plaisir d'être indépendant par une moindre rémunération, c'est au niveau du salaire fixe que cela pourrait être fait de la manière la moins anti-économique. Encore faudrait-il que ce plaisir soit dûment valorisé.

Par ailleurs, en tant qu'investisseur, son Capital a droit à la rémunération justifiée par le temps passé dans cet investissement et par le risque ainsi assumé. Ce Capital a toujours la possibilité d'aller s'investir ailleurs dans un autre investisse-

ment alternatif dont la durée et le risque seraient correctement rémunérés.

Dans les autres cas : cette personne n'est pas le seul actionnaire, même si elle est largement majoritaire OU cette personne est rationnelle. Dans cette situation, la notion de valeur de l'entreprise doit être pour une préoccupation importante. En effet dans le système économique qui est le nôtre, la rationalité économique veut qu'une personne préfère être plus riche que moins riche. Par ailleurs, si cette personne n'est pas l'actionnaire exclusif de l'entreprise, elle doit rendre des comptes à ses minoritaires qui lui ont confié en gestion une partie de leur épargne et dont elle est de fait « l'employé ». La probabilité est très grande pour que l'un au moins de ces actionnaires minoritaires soit rationnel et que celui-là exige que l'entreprise crée de la valeur. Le plaisir d'être entrepreneur peut donc difficilement être payé au prix d'une moindre valorisation de l'entreprise.

Nombreux sont, aussi, les entrepreneurs qui, à la fin de l'été de leur vie, commencent à se poser la question de comment ils vont « passer le relais » ? Leur réticence face à cette évolution majeure se fonde sur grand nombre de raisons. Mais, en fait, bon nombre d'entre elles pourraient se résumer ainsi : manque de confiance dans le fait que la gestion du nouveau venu aille réellement dans la bonne direction, et tout particulièrement dans le sens d'une juste Création de Valeur.

D'autres entrepreneurs, à l'approche de l'hiver de leur vie, veulent céder leur entreprise. Ceux-ci constatent alors souvent, avec une grande amertume, que l'objet de toutes leurs attentions ne vaut en fait pas grand-chose. « J'ai pourtant travaillé dur pendant toute ma vie, du lever au coucher du soleil le plus souvent, etc. » disent-ils. On peut leur répondre : « Certes oui, mais pas dans la bonne direction. Les objectifs que vous poursuiviez n'avaient manifestement qu'une très faible corrélation avec la valeur ! ». Qui a marché de longues distances à la boussole sait bien qu'une petite erreur de cap se traduit par une arrivée très éloignée de l'objectif poursuivi !

Expliciter la relation de mandat régissant toute entreprise, avec toutes les conséquences y afférentes, est de nature à faciliter la résolution harmonieuse de ce genre de passe délicate.

3 Objet et objectif du mandat

L'**objet du mandat** est la gestion de l'épargne des mandants par les mandataires.

L'**objectif assigné** par les mandants aux mandataires est la maximisation de la valeur de l'épargne confiée. L'entreprise a pour but d'enrichir ses investisseurs. L'entreprise n'a pas pour but la croissance ni la part de marché ni le développement de nouveaux produits ni la satisfaction de ses clients ni... ni... Tous ces points pour importants qu'ils soient ne sont que des moyens au service d'une fin.

Nous nous amusons à qualifier cet objectif de Onzième Commandement.

La Bible nous a transmis les Dix Commandements écrits par Dieu. Mais Moïse, descendant du Mont Sinaï et trouvant le veau d'or, brisa les tables d'origine et seule une reproduction, réécrite quelque temps après, fut conservée dans l'Arche. En raison des traditionnelles pertes d'information en ligne, une plaisanterie de mécréant peut alors envisager l'existence, à l'origine, d'un Onzième Commandement : « tu créeras de la valeur avec l'argent des autres ».

Comme nous venons de le voir, une entreprise est bien formée avec « l'argent des autres ». Un groupe de personnes, les investisseurs, dispose d'économies. Ils appellent un autre groupe de personnes, les dirigeants, et leur disent : « prenez notre épargne et faites-la fructifier grâce à votre savoir-faire et l'application de votre métier ».

Pour qui ne connaît pas la mentalité particulière des investisseurs, qu'ils soient individuels ou institutionnels, il convient de rappeler que les termes importants de ce mandat de gestion sont contenus dans sa première partie : « Faites fructifier notre épargne ». La seconde partie de la phrase est relativement sans importance pour les investisseurs.

En effet, leur immense majorité ne connaît rien à chacun des métiers dans lesquels ils ont néanmoins investi leurs économies. C'est d'ailleurs bien pour cette raison qu'ils ont appelé des dirigeants tiers afin de veiller sur l'utilisation de leurs économies dans ce métier-là.

De plus, comme ils « ne mettent pas tous leurs œufs dans le même panier » (la Faculté dirait : « ils diversifient leur portefeuille »), ils ont investi leurs économies à la fois dans la chimie, l'automobile, l'informatique, matériel ou services, et quantité d'autres métiers ; tant et si bien que tel ou tel métier

particulier leur est indifférent et qu'ils n'ont de préférence pour aucun d'eux.

Enfin, le seul critère sur lequel il sera possible d'atteindre un consensus au sein de la pluralité des investisseurs-mandants sans interférer avec l'indispensable autonomie des dirigeants-mandataires est nécessairement l'atteinte d'un objectif rationnel. Celui-ci ne peut être dans ce contexte que l'enrichissement des investisseurs et non la manière dont cet enrichissement a été atteint ou non, dans les strictes limites imposées par l'éthique et la légalité.

4 Les mandataires sont les dirigeants et les employés

Par le simple fait d'accepter leurs fonctions, les dirigeants et employés acceptent donc implicitement cette relation de mandat et donc l'objet et l'objectif du mandat. Ils se doivent de respecter et d'atteindre ces derniers. Sinon ils se mettent en situation de parjure : j'accepte ma fonction mais je fais le contraire de ce qu'on me demande.

***Avertissement* : le lecteur pressé pourra trouver intérêt à continuer sa lecture avec le chapitre 2, p. 29.**

5 Maximisation sous contrainte

Cette maximisation de la valeur de l'épargne des investisseurs (*shareholders*) doit se faire sous **la contrainte de la maximisation concomitante de la satisfaction des autres parties prenantes de l'entreprise** (*stakeholders*) : clients, fournisseurs, dirigeants et employés, société dans l'acception la plus large possible, environnement... Ce qu'en termes mathématiques, on qualifierait de maximisation sous contrainte. Dans ce contexte, un Système de Gestion par la Valeur peut être assimilé à un algorithme de Recherche Opérationnelle.

5.1 Convergence d'intérêts entre tous les tenants de l'entreprise

Car, et pour autant que le mandat soit préalablement accompli (le Onzième Commandement respecté) ou plutôt pour autant que la satisfaction des intérêts de ces autres parties ne nuise pas à l'accomplissement final du mandat,

rien n'empêche que « l'excédent de performance économique » puisse être distribué aux différents tenants de l'entreprise. La société peut profiter du développement que lui procurent ses entreprises citoyennes. Les clients peuvent bénéficier d'une baisse des prix et d'une amélioration de qualité. Les fournisseurs peuvent subir moins de pression. Surtout les dirigeants et employés peuvent participer à la Création de Valeur générée dans leur entreprise par des rémunérations en hausse comme nous le verrons plus loin.

(Cf. *Chap. 10 : Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur*, p. 233 et suivantes)

Il ne rentre donc évidemment pas dans l'esprit d'un Système de Gestion par la Valeur de mépriser ces autres parties. Cependant, un Système de Gestion par la Valeur considère que la satisfaction réelle et à long terme de ces autres parties passe, avant toute autre considération, par la performance économique de l'entreprise. La satisfaction de ces autres parties n'est qu'un moyen d'aboutir à la finalité de l'entreprise. Il ne faut pas confondre fin et moyens : la fin est unique, les moyens sont multiples.

En effet, quel type d'entreprise offrira le plus de satisfaction à ses clients : celle qui sera toujours là pour assurer son service après-vente ou celle qui aura disparu entre-temps ? Quel type d'entreprise aura tendance à réduire ses dépenses de recherche et développement, synonymes de nouveaux produits ou de produits meilleurs et moins chers : une entreprise en bonne santé ou bien une entreprise en difficulté ? Quel type d'entreprise sera à l'écoute de ses clients pour produire des biens et services de qualité au juste prix ? Etc.

Avec quel type d'entreprise un fournisseur arrivera-t-il à développer un partenariat satisfaisant : avec une entreprise non rentable ou bien avec une entreprise performante ?

Dans quel type d'entreprise trouvera-t-on les plus graves problèmes d'hygiène et de sécurité : dans une entreprise créatrice de valeur ou bien dans une entreprise destructrice de valeur ? Dans quel type d'entreprise, le personnel prendra-t-il le plus de plaisir à travailler : dans une entreprise *in malis* ou bien dans une entreprise saine ?

Quel type d'entreprise sera le plus respectueux de l'environnement ou d'une certaine éthique professionnelle : une entreprise en perte ou une entreprise profitable ? Quel type d'entreprise aura une fibre citoyenne autrement que médiatique ?

Comme nous l'avons écrit dans notre Prologue, au niveau macroéconomique, les études menées dans différents pays tendent à montrer qu'il existe une corrélation très forte entre

le niveau d'emploi d'un pays et la Création de Valeur des entreprises de ce pays.

Plus les entreprises sont créatrices de valeur, plus elles sont « citoyennes » et moins il y a de chômage : résultat contraire à la croyance populaire anti – Création de Valeur !

Enfin, grâce à la Création de Valeur, les investisseurs peuvent continuer à investir leur épargne dans des entreprises offrant des perspectives intéressantes : celles où ils avaient initialement investi ou d'autres. L'investissement productif peut augmenter.

Cette énumération devrait suffire au lecteur pour comprendre que, bien évidemment, le manque de respect pour les investisseurs va de pair avec un manque de respect pour les autres tenants de l'entreprise. Réciproquement, l'intérêt bien compris des investisseurs impose que leur respect s'accompagne aussi du respect des autres tenants de l'entreprise.

Autrement dit, les investisseurs favorisent en fait les entreprises économiquement performantes et ceci englobe aussi toute la grande variété de domaines non monétaires qui sont le quotidien des entreprises. En effet, aucune performance économique ne peut être viable à long terme si elle ne s'accompagne pas de succès réels et durables dans ces autres domaines. Réciproquement, le succès dans ces autres domaines est acquis à crédit seulement s'il n'est pas assis sur une véritable performance économique.

La Création de Valeur est donc non seulement la finalité unique de l'entreprise pour satisfaire ses investisseurs, mais elle est aussi la seule manière de satisfaire véritablement et durablement les autres tenants de l'entreprise. Il n'existe pas de conflits d'intérêts entre les actionnaires (*shareholders*) et ces autres parties prenantes (*stakeholders*).

5.2 Contre la vision « pluraliste »

La Création de Valeur est pourtant assimilée à une appropriation indue par les partisans de la vision dite pluraliste des « *stakeholders* » (la thèse des investisseurs « *shareholders* » étant, quant à elle, qualifiée de moniste). Cette Création de Valeur devrait être annulée selon ces pluralistes par une répartition quasi obligatoire et automatique entre ces autres tenants de l'entreprise : clients, fournisseurs, créanciers.

Supposons, à titre d'exemple, qu'en vendant à ses clients 10 unités de son produit à 100 € l'unité, telle entreprise ABC génère une Création de Valeur de 10 €. Les pluralistes soutiennent qu'il faudrait que cette entreprise ABC ne vende son produit qu'à 99 € l'unité, transférant ainsi sa Création de Valeur à ses clients. Nous nous situons bien évidemment dans un contexte de pleine concurrence et liberté (c'est-à-dire que nous excluons les cas de monopole de droit ou de fait ainsi que les cas d'abus de position dominante que les autorités de contrôle de tout pays sont chargées de régler). Dans un tel contexte, le prix de 100 € l'unité a été pleinement négocié entre les parties. D'un côté, les clients ont étudié le rapport qualité – prix des offres de tous les fournisseurs en présence sur le marché et satisfaisant leur besoin fonctionnel : ils sont satisfaits de ce rapport puisqu'ils sont prêts à acheter à ce prix. De l'autre côté, l'entreprise en question est consciente de l'intérêt que représentent pour elle la fidélisation de ses clients ainsi que la non-émergence de fournisseurs concurrents ou de produits de substitution.

N'oublions pas, en effet, que la révolution copernicienne en matière de valorisation d'entreprise est déjà vieille de plusieurs décennies, comme nous le verrons plus loin en détail : la valeur d'une entreprise est déterminée par la valeur présente de ses Flux de Trésorerie Disponibles ou *Free Cash Flows* futurs. La vision économique de l'entreprise a donc réglé le débat court terme *vs.* long terme depuis longtemps déjà. Contrairement à la croyance populaire en économie, un surcroît de performance d'aujourd'hui acquis au prix de baisses de performances futures n'est pas apprécié par les marchés. Les exemples contraires abondent où une entreprise acquiert de grosses performances futures au prix de médiocres performances aujourd'hui et génère ainsi une très forte valorisation (il n'est que de citer les entreprises des nouvelles technologies). Contrairement à ce que pensent de nombreux dirigeants, les investisseurs savent bien que leur intérêt bien compris requiert de leurs dirigeants une vision à long terme et non des résultats à court terme.

(Cf. *Chap. 3 : Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

Nous ne conseillerons donc à aucun vendeur d'adopter le genre d'attitude que suggère la vision pluraliste : « vous savez, cher client, à ce prix-là je gagne trop ; bien que nous soyons déjà d'accord sur le prix de 100 € l'unité, je vous fais cadeau d'1 € ». Il y a encore de trop nombreux millions de chômeurs en France : il ne faudrait pas que ce nombre soit démesurément grossi de tous les vendeurs adoptant l'attitude suggérée par les pluralistes.

Dans le contexte de liberté et concurrence où nous nous situons, il n'y a pas plus de raison que la Création de Valeur soit répartie en faveur des clients qu'il n'y a de raison pour qu'elle soit répartie en faveur des fournisseurs ou des créanciers.

Nous pourrions énoncer un corollaire du Onzième commandement : « tu ne feras pas la charité avec l'argent des autres ». La Création de Valeur, après Participation des dirigeants et employés, ne constitue donc pas une appropriation indue par les investisseurs. En outre et grâce à leur richesse accrue, les investisseurs ont alors tout loisir de faire la charité, non plus au sens figuré, à qui bon leur semblera et dans les montants qu'ils estimeront adéquats. Avec leur propre argent, cette fois-ci !

5.3 Contre le pseudo « intérêt social »

D'autres encore vont plus loin dans leur négation de la Création de Valeur. Selon les avocats de cette « autre vision de la firme », l'entreprise, une fois constituée, en tant que personnalité morale indépendante de ses actionnaires, aurait à considérer, aussi et peut-être même avant tout, les intérêts de ces autres tenants de l'entreprise. Cette thèse de l'intérêt social de l'entreprise a été reprise à son compte par le premier rapport Viénot. Le deuxième rapport continue sur la même lancée en dépit du fameux : *errare humanum est, perseverare diabolicum…*

Les tenants de l'intérêt social de l'entreprise nous font penser aux hommes politiques dont les promesses électorales n'engageraient que ceux qui veulent bien les écouter, comme a dit l'un d'entre eux. Cette thèse revient en effet à ce que, aussitôt élu en Assemblée Générale, un PDG tienne en substance le discours suivant : « Mesdames, Messieurs, je vous remercie de la confiance que vous m'avez exprimée en me désignant à ce poste pour gérer votre épargne durement accumulée à la sueur de votre front. Cependant, maintenant que vous m'avez élu, je tiens à vous informer que je prendrai en considération vos avis exactement au même titre que tous les autres qui parviendront à mes oreilles : des clients, des fournisseurs, des dirigeants et employés, de la société en général. Tant pis, si pour accéder aux *desiderata* de ces autres parties, je nuis à vos intérêts et vous vous appauvrissez. Allez, montrez-vous généreux, que diable, pensez à tout l'enrichissement qu'auront fait en votre lieu et place ces autres parties : les clients à qui nous auront vendu des produits de trop bonne qualité pour le prix qu'ils étaient prêts à payer ou les fournis-

seurs à qui nous auront acheté des prestations plus cher que ce qu'elles valaient ou les employés à qui nous aurons attribué des rémunérations plus élevées que ce que leur travail produisait ou etc. ».

La vie économique des entreprises d'un pays est trop importante pour qu'elle soit menée comme la vie politique. L'intérêt social de l'entreprise ne doit pas servir d'excuse à sa médiocre performance économique.

La finalité unique de l'entreprise est bien et demeure toujours la Création de Valeur.

5.4 Contre la soi-disant « impossibilité économique »

Un autre argument encore avancé par les opposants de la Création de Valeur est qu'elle serait tout bonnement impossible sur le long terme : le niveau de performance économique exigé par les investisseurs serait inaccessible avec les taux de croissance économique que connaissent normalement nos économies, soit environ 3-4 %.

Si on se place d'un point de vue macro-économique, au niveau mondial, la richesse créée, plus souvent dénommée Production, peut être analysée de différentes manières :

- sa source : somme des valeurs ajoutées générées par les entreprises – P,
- son utilisation : somme de la consommation – C – et de l'investissement – I – (flux d'aujourd'hui qui fera croître demain le stock d'actifs productifs – A_{+1} – soit dit en passant, les comptabilités nationales ne les mesurent pas vraiment correctement),
- sa répartition : rémunération du Travail – W – (salaires), rémunération des services publics et transferts sociaux – E – (impôts, taxes ou cotisations sociales), rémunération du Capital productif – K – (flux d'aujourd'hui d'intérêts ou de dividendes rémunérant le stock de Capital productif d'hier – A_{-1} –).

Soit :

$$P = C + I = W + E + K$$

Figure 1 : Équation Production macroéconomique

Plus les entreprises sont performantes et plus le monde est riche. L'investissement est nécessaire car son effet multiplicateur est source de richesses accrues pour demain. Si le Capital n'est pas correctement rémunéré (que ce soit le Capital

d'hier en réel ou celui de demain en projection), l'investissement diminue.

La comparaison entre le Rendement du Capital et le Coût du Capital (Création de Valeur) est au centre de ces intertemporalités.

Ces rappels rapides indiquent donc qu'il ne faut pas confondre accumulation de Capital et flux généré par ce Capital. En effet, l'investissement est la source d'accumulation des actifs productifs : $A = I + A_{-1}$, d'où un taux d'accumulation des actifs : I/A_{-1}. La performance économique du Capital est, en simplifiant, le rapport entre cette rémunération du Capital et le stock d'actifs productifs préalablement accumulé : K/A_{-1}. Dire que ces deux grandeurs sont identiques, revient à dire qu'on investit seulement la rémunération des actifs productifs (hypothèse de croissance autofinancée – on exclut donc les sources de financement extérieures et en particulier étrangères, ce qui à une époque de financiarisation et de mondialisation croissante est tellement restrictif que cela en devient irréel) ou encore que la totalité de la rémunération du Travail ainsi que des services publics et transferts sociaux est exclusivement affectée à la consommation, tout en supposant que toute l'économie croît au même rythme dans toutes ses composantes d'utilisation et que toutes les proportions de sa répartition sont immuables. Ceci suppose aussi qu'il n'y a jamais aucune modification de l'intensité capitalistique, c'est-à-dire qu'un Euro de valeur ajoutée est toujours nécessairement produit avec le même stock d'actifs productifs (or la tertiarisation de l'économie implique une amélioration de ce ratio – on produit aujourd'hui plus de valeur ajoutée par Euro de Capital investi que par le passé).

Toutes ces hypothèses sont peut-être vraies et donc la situation mesurée depuis 1997 en France et depuis plus longtemps dans d'autres pays serait un « accident » difficilement renouvelable. Mais, à notre connaissance, la validité de ces hypothèses n'est nulle part démontrée. Ne serait-ce pas plutôt leur conjonction qui serait un « accident » ?

De plus les partisans de cette thèse ont tendance à confondre croissance d'une entreprise et croissance de l'économie. Certaines entreprises croissent plus vite que l'économie et d'autres moins (comme certaines créent de la valeur et d'autres en détruisent). L'économie française était bien en croissance alors même que les Charbonnages ou Manufrance disparaissaient.

On est en droit de se demander si ce genre d'attaque ne constitue pas un rideau de fumée destiné à protéger les dirigeants en place contre leur piètre performance économique. Certains autres dirigeants adoptent une attitude plus réaliste en affirmant en substance que « peu leur chaut que l'objectif de performance économique réclamé par les investisseurs soit réaliste ou pas ; à partir du moment où c'est celui qui leur est fixé, ils se doivent de l'assumer et de le répercuter à leurs divisions opérationnelles ».

Alors, la Création de Valeur limitée par la croissance économique ou au contraire la croissance économique limitée par la Création de Valeur ? Vieux problème de la poule et de l'œuf. Personnellement, nous penchons plutôt pour la seconde option au vu des statistiques. En effet, depuis quelques années que les entreprises françaises ont consacré plus d'attention à la Création de Valeur, l'économie française est en croissance forte, et ce alors même que le dopage inflationniste a cessé.

C'est pourquoi la Création de Valeur obtient l'adhésion des milieux d'affaires internationaux (non seulement les Anglo-saxons mais aussi les Français ou les Espagnols) de plus en plus largement ces dernières années. De plus en plus nombreux sont les groupes qui s'engagent explicitement et de manière approfondie dans une telle démarche.

6 Éthique des retraites

À une époque où la question du financement des retraites se pose de manière aiguë, la Création de Valeur constitue même une certaine forme d'éthique afin que nous assurions le financement adéquat des retraites actuelles en raison du nécessaire respect dû à nos anciens et afin d'inciter, par l'exemple donné, au financement approprié de nos propres retraites par les générations montantes.

Les retraités constituent une proportion croissante des créanciers et/ou actionnaires des entreprises, partout dans le monde. S'ils vivent dans un système de répartition, leur retraite est payée par les prélèvements obligatoires (impôts et cotisations sociales) perçus sur les actifs (directement ou via les entreprises). S'ils bénéficient d'un système par capitalisation, leur retraite est payée par les revenus de leurs placements (actions ou obligations) : or ceux-ci sont aussi générés par les actifs via le binôme Capital-Travail en action dans les entreprises.

Pourquoi les entreprises doivent-elles créer de la Valeur ? Entre autres bonnes réponses, celle-ci : pour payer les retraites de nos aînés ! Et elle va voir son importance devenir de plus en plus primordiale. En effet, toute structure juridique se heurte à la réalité économique. Quelles que soient les promesses données, si demain un pays ne peut pas payer ses retraités car ses entreprises ne créent pas assez de valeur, il ne les paiera pas. La seule manière pour qu'un pays puisse honorer les engagements contractés vis-à-vis de ses retraités réside dans sa performance économique qui découle directement des performances de toutes ses entreprises.

Quand on entend ici ou là évoquer la « mode » de la Création de Valeur, on ne peut qu'être surpris. En effet, c'est méconnaître totalement cette évolution fondamentale, massive et durable de nos sociétés modernes. La solidarité intergénérationnelle a peut-être perdu son caractère humain et directement familial. Mais elle a gagné en poids financier et institutionnel, que cela nous plaise ou non. Elle est véritablement démocratique : au sens étymologique du terme. Le peuple des retraités a du pouvoir simplement parce qu'il est de plus en plus nombreux et non parce que nos systèmes se seraient pervertis en gérontocraties.

L'évolution démographique aidant, ce pouvoir va aller croissant. Les exigences de Gouvernance d'Entreprise ou bien celles des Systèmes de Gestion par la Valeur vont aller croissantes elles aussi. Les exigences imposées demain aux jeunes d'aujourd'hui, lorsque eux-mêmes seront devenus dirigeants, par les dirigeants d'aujourd'hui devenus entre-temps retraités, n'en seront que plus importantes. Si on croit aux vertus ou au pouvoir de l'éducation par l'exemple, les dirigeants d'aujourd'hui ont une mission d'éducation des dirigeants de demain, mission d'éducation qui va aussi dans le sens de leurs intérêts bien compris de futurs retraités. Pour répondre aux exigences d'aujourd'hui, les dirigeants devraient donc avoir toujours présent à l'esprit qu'ils sont des retraités en puissance à l'échéance de demain : « Lorsque je serai retraité, comment voudrais-je que l'on se comporte vis-à-vis de moi ? ». « Ce que je suis, tu le seras ; ce que tu es, je l'ai été » : les retraités pourraient interpeller les actifs en ces termes.

Heureusement ces exigences sont simples à comprendre, si ce n'est à réaliser.

En matière de Gouvernance d'Entreprise, elles consistent simplement à tirer toutes les conclusions qui s'imposent de la

véritable nature d'une entreprise : la relation de mandat décrite précédemment. Le mandat portant sur la gestion de l'épargne des investisseurs traite en partie du droit à la retraite des retraités. On pourrait ajouter après « épargne des investisseurs : durement accumulée à la sueur de leur front durant toute une vie de labeur », pour faire ce qui ne serait qu'une demi-plaisanterie dans ce contexte de retraites. Des questions telles que : rôles, modalités, pouvoirs, etc. des assemblées d'actionnaires ou des conseils d'administration ; information ; minoritaires ; pilules empoisonnées ; droits de vote doubles ; ou au contraire limitation des droits de vote ; etc., ont des réponses conceptuelles relativement simples et de bon sens lorsqu'on les situe dans ce contexte. Mais cela nous éloignerait du thème du présent ouvrage.

En matière de Système de Gestion par la Valeur, elles consistent simplement à tirer toutes les conclusions qui s'imposent de la constatation de bon sens que tout investisseur a une exigence de rentabilité. Le concept de Création de Valeur découle de la satisfaction de cette exigence. Ce sera le thème central du présent ouvrage.

Nous verrons maintenant ce que cette relation de mandat ainsi mise en évidence en tant que fondement de toute entreprise, implique pour la Direction Générale d'une entreprise.

CHAPITRE 2

Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise

Pour que l'entreprise puisse accomplir la Mission de Création de Valeur qui lui est assignée, cette dernière ne peut rester l'apanage de la Direction Générale ou de la Direction Financière : chacun dans l'entreprise, quelle que soit sa fonction, doit se l'approprier en tant que projet d'entreprise. La Direction Générale, interface entre les mondes du Capital et du Travail doit tout à la fois faire complètement sien cet objectif et le déléguer. Pour cela, l'application décentralisée de la Création de Valeur est impérative. Tous dans l'entreprise, quel que soit leur rang, doivent agir en « intrapreneurs » : une première conséquence paradoxalement intéressante de la Création de Valeur.

1 Faire de la Création de Valeur un projet d'entreprise

Un Système de Gestion par la Valeur se situe clairement dans le cadre de la relation de mandat décrite au chapitre précédent. Il fait donc bien la distinction entre « fins et moyens ».

La finalité de l'entreprise est la Création de Valeur et les orientations stratégiques ou les décisions opérationnelles ou les systèmes de rémunération des dirigeants et employés doivent découler de cette finalité. Ces derniers ne peuvent pas avoir des objectifs qui leurs seraient propres : la satisfaction du client, les parts de marché, la qualité ou la présence internationale, mais plutôt la Création de Valeur. Ces autres considérations ne sont que des moyens pour arriver à la fin recherchée.

La seule manière de juger une quelconque action de management est son résultat en termes de Création de Valeur. En soi une stratégie n'est ni bonne ni mauvaise, de même qu'une décision opérationnelle ou qu'un système de rémunération. Ils ne peuvent être jugés bons ou mauvais que s'ils contribuent à la Création de Valeur ou s'ils n'y contribuent pas.

Nous ne prétendons pas dire si ceci est bon ou mauvais. Nous ne souhaitons pas donner une opinion morale, philosophique, politique ou religieuse. Nous partons simplement d'un constat de base : le mandat de gestion à la base de toute entreprise et nous en dérivons par un raisonnement logique toutes les conséquences en matière de gestion pour les entreprises. Nous serions heureux de recevoir la démonstration de nos éventuelles erreurs de raisonnement. Pour ce qui est de la discussion du constat de base, nous pouvons simplement suggérer d'en faire le thème d'un débat où notre opinion ne vaudra pas plus que celle de nos interlocuteurs.

Un Système de Gestion par la Valeur permet donc aux dirigeants d'une entreprise d'apporter de l'intérieur de l'entreprise qu'ils gèrent une réponse autonome au problème de la « gouvernance d'entreprise ».

C'est pourquoi la Création de Valeur se doit d'être le projet de l'entreprise tout entière, dans le sens de haut en bas de son organigramme hiérarchique, du PDG au dernier niveau des ouvriers et employés. Mais elle est aussi et peut-être avant tout un projet d'entreprise transversal, intéressant toutes les fonctions de l'entreprise, comme l'indique notre acronyme MESOP.

La Création de Valeur n'est pas une mesure de financiers, mais plutôt un système intégral de gestion donnant à tous les opérationnels et fonctionnels les moyens d'être de véritables entrepreneurs, chacun à son poste, en se fondant sur quelques principes fondamentaux tels que :

- décentralisation,
- responsabilisation,
- participation.

La Création de Valeur est un outil de management ; elle est l'inspiration d'un Système de Gestion par la Valeur. C'est en ce sens que nous parlons de Mission, et que nous en avons fait la première lettre M de notre acronyme MESOP. C'est l'objet de cette première partie.

Après diffusion dans l'entreprise par des actions appropriées de formation, la Création de Valeur institue un langage unifié. Cette insertion dans la culture de l'entreprise lui permet d'être utilisée pour :

- établir des plans ou des budgets, fixer des objectifs, sous toute périodicité (mois, trimestre, etc.), évaluer des performances passées ou à venir, comme nous le verrons dans les deuxième et troisième parties, les aspects d'Évaluation, le E de MESOP ;
- constituer la colonne vertébrale de la stratégie de l'entreprise et donc être utilisée pour prendre toute décision, évaluer des acquisitions ou des projets, allouer des Capitaux Investis aux différentes parties de l'entreprise, contrôler les résultats de ces décisions stratégiques et servir de fondement à la communication financière de l'entreprise, ce sera l'objet du premier chapitre de la quatrième partie, les aspects Stratégie, le S de MESOP ;
- de même en matière de décisions opérationnelles, ce sera l'objet du deuxième chapitre de la quatrième partie, les aspects Opérations, le O de MESOP ;
- enfin, générer une culture d'intrapreneurs en accordant aux employés la rémunération correspondante, c'est-à-dire en les faisant participer à la fois au Système de Gestion par la Valeur et à la Création de Valeur ainsi générée, ce sera l'objet du troisième et dernier chapitre de la quatrième partie, les aspects Participation, le P de MESOP.

C'est pour toutes ces raisons que nous parlons de Système de Gestion par la Valeur et de projet d'entreprise transversal.

Il est certain qu'aujourd'hui très peu d'entreprises omettent de placer en tête de leurs préoccupations, la Création de Valeur. Cependant, pour beaucoup d'entre elles, le respect de cet engagement est purement verbal. Il est, en effet, facile de constater à travers des analyses économiques, comme les classements selon le critère de Création de Valeur déjà évoqués et publiés ici ou là depuis plusieurs années dans différents pays (pour la France dans *L'Expansion* – celui concernant les comptes 97 et daté du 25 juin 1998 et les quatre précédents furent « fabriqués » par l'auteur) que très peu d'entreprises seulement possèdent le don inné de créer de la

valeur de manière continue. De telle sorte que donner une impulsion volontariste constitue en fait une impérieuse nécessité pour la plupart des entreprises du monde entier. En d'autres termes, elles doivent avancer sur le chemin de la Création de Valeur de manière explicite et systématique. En d'autres termes, adopter un Système de Gestion par la Valeur.

2 Le PDG : l'interface Capital-Travail

La véritable révolution managériale de la Création de Valeur est d'avoir fait de la Valeur de Marché d'une entreprise un outil de gestion. Sans la notion de Création de Valeur, la valorisation de l'entreprise n'est qu'un objet de négociation ou d'analyse. Grâce à la Création de Valeur, l'entreprise se gère pour être valorisée au mieux afin de répondre ainsi aux attentes de ses pourvoyeurs de capitaux, tout en respectant les intérêts de son environnement : fournisseurs, clients, société en général, créanciers, employés. Que ce soit sa philosophie de la vie ou non, ses opinions politiques ou non, ses convictions morales ou religieuses ou non, peu importe : tout dirigeant qui ne veut pas être schizophrène, au mieux, ou indigne de confiance, au pire, se doit de reconnaître que c'est ainsi que se meuvent les partenaires essentiels d'une entreprise que sont les apporteurs de capitaux et qui l'ont mandaté à ce poste.

Comme nous l'avons vu, une entreprise est avant toute chose une relation de mandat entre des mandants – investisseurs et des mandataires – dirigeants et employés. L'objectif clairement assigné par les premiers aux seconds est la maximisation de la valeur de l'épargne investie dans l'entreprise. La Création de Valeur est donc LA Mission de l'entreprise. Le premier responsable de cette Mission est le PDG car c'est lui qui est l'interface entre les mandants et les mandataires.

Demandez à n'importe quel dirigeant d'entreprise de vous tracer l'organigramme du groupe dans lequel il exerce ses talents. À de rares exceptions qu'il serait utile que vous félicitiez, ce dirigeant tracera un schéma semblable à la figure 2 : une organisation dite pyramidale (à tort car elle est plutôt

triangulaire), où le PDG est au sommet d'une hiérarchie très marquée.

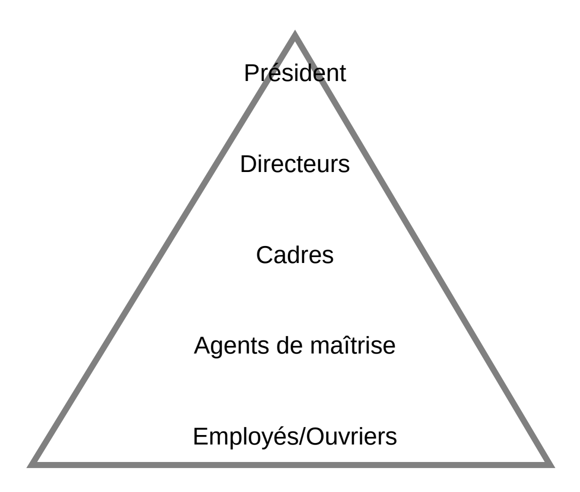


Figure 2 : Schéma Pyramide organisationnelle

Quelques dirigeants ont eu l'idée d'ajouter à cet organigramme l'interface avec le monde extérieur, à savoir le client. Voulant marquer l'importance de ce dernier élément, ils ont renversé la pyramide, comme dans la figure 3, pour montrer que l'entreprise est au service de ses clients. En ce début de XXIe siècle, tout le monde devrait considérer ceci comme un truisme.

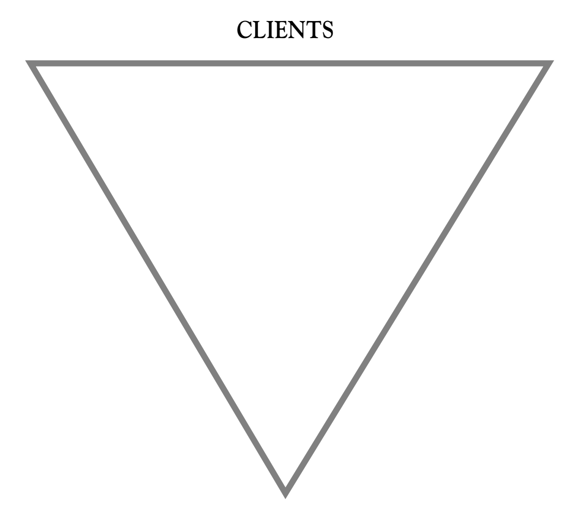


Figure 3 : Schéma Pyramide inversée client

Ceci constitue un progrès dans la conception de l'entreprise. Mais ce n'est pas l'essentiel.

Cette vision est erronée car le PDG a autant de responsabilités vis-à-vis de l'intérieur que de l'extérieur. Et rares sont ceux qui vous traceront l'organigramme réel de toute entreprise, tel que ci-après.

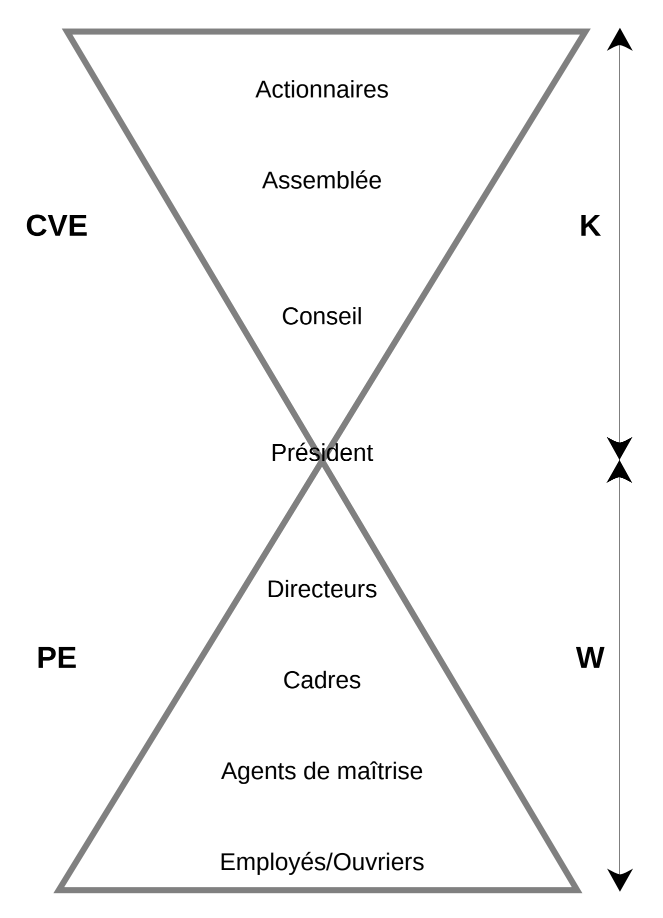


Figure 4 : Schéma L'entreprise-sablier

L'organigramme d'une entreprise n'est pas une pyramide, même inversée : c'est un sablier !

Ce sablier permet d'expliquer les relations entre les deux facteurs de production qui existent en économie : le Capital et le Travail ou le Travail et le Capital, ainsi que les flux les reliant.

Dans l'entreprise-sablier, le PDG n'est pas le dirigeant suprême : au-dessus de lui se trouvent le conseil d'administration, l'assemblée des actionnaires ainsi que les actionnaires eux-mêmes. Le PDG se situe ainsi au confluent des deux facteurs de production.

Le Capital est extérieur à l'entreprise mais ce n'est qu'à l'intérieur de celle-ci qu'il peut déverser son épargne pour en recevoir des revenus. Le Travail est intérieur à l'entreprise

mais il ne peut exercer ses talents que s'il reçoit en gestion les capitaux des investisseurs qu'il doit rémunérer via l'obtention d'un Rendement des Capitaux Investis adéquat. Les deux facteurs de production ont bien besoin l'un de l'autre pour exister et se nourrir mutuellement.

C'est cette relation bi-univoque qui constitue la réalité de l'entreprise : un aller-retour permanent de flux, et non seulement de flux monétaires mais aussi de flux d'informations. Un sablier n'a pas de haut ni de bas : il fonctionne dans les deux sens. Ainsi en va-t-il de l'entreprise !

(Cf. *Chap. 4 : Coût moyen du capital*, p. 53 et suivantes)

Le Capital indique au Travail ce qui doit être fait avec son épargne. Il ne le fait pas de manière très directive, hormis peut-être au niveau très restreint du Conseil d'Administration. Il indique seulement quel est le niveau minimum de rentabilité qu'il attend comme juste rémunération de son épargne compte tenu du risque qu'il prend en l'investissant. En termes académiques, c'est ce qu'on appelle le Coût du Capital.

Malheureusement, cette indication n'est pas explicite. Elle est seulement implicite via les marchés des capitaux : il faut des analyses statistiques assez puissantes fondées sur les concepts les plus avancés de la Finance moderne pour déterminer ce Coût du Capital. Cependant force est de constater que, depuis une trentaine d'années, n'importe qui peut disposer assez aisément d'une évaluation assez précise de son Coût du Capital et de son évolution dans le temps. En tout état de cause, cette indication est suffisamment précise pour les besoins pratiques d'une entreprise et de sa gestion.

Le mandat à la base de toute entreprise, déjà longuement évoqué, comporte donc un objectif de performance économique : le « salaire » du Capital. Ce concept permet de juger, d'apprécier et de noter la qualité de l'exécution du mandat.

(Cf. *Chap. 7 : Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF*, p. 145 et suivantes, et *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

En contrepartie de cette expression d'objectif, le Capital attend du Travail des comptes clairs afin qu'il soit en mesure de calculer la rentabilité obtenue par l'entreprise sur son épargne, et ce non seulement de manière rétrospective (information financière *a posteriori*) mais surtout prospective (approbation de la stratégie *a priori*). Nous reviendrons sur ces points un peu plus loin.

Situé au confluent des deux cônes du sablier, un PDG est donc un Janus à deux têtes : l'une est celle d'investisseur puisqu'il est actionnaire lui-même (trop souvent de manière purement symbolique) et en tout état de cause le mandant désigné au sein de la collectivité des mandants et par elle pour représenter ses intérêts ; l'autre est celle de dirigeant et

employé, le premier d'entre eux, c'est-à-dire le premier mandataire désigné par les mandants pour gérer leurs intérêts et donc à ce titre celui de supérieur hiérarchique de tous les autres dirigeants et employés. Il doit être tout l'un et tout l'autre. Il est donc le seul dépositaire de l'intégralité de la Mission et donc le seul responsable de son accomplissement.

Le dialogue entre les deux têtes devrait s'en trouver facilité : l'interprétation du PDG devrait être aisée. La langue des investisseurs et la langue des dirigeants devraient être voisines, comme deux langues latines par exemple. Le dirigeant ne devrait pas avoir trop de mal à faire du « thème » et à traduire ses préoccupations industrielles et commerciales en tant que premier des dirigeants et employés, en termes financiers pour les expliquer à ses co-mandants investisseurs. L'investisseur ne devrait pas avoir trop de mal à faire de la « version » et à traduire ses desiderata financiers en tant que représentant des investisseurs, en termes industriels et commerciaux pour les communiquer à ses co-mandataires dirigeants et employés.

3 Tous « intrapreneurs » d'une Rivière de Valeur

Après avoir fait sienne la Mission, le PDG doit ensuite la décliner à l'intérieur de l'entreprise. En effet, il ne peut l'accomplir à lui tout seul. Or, si la finalité d'entreprise est unique : la Création de Valeur, les manières de l'atteindre sont multiples. Aucun PDG ne devrait concevoir cette unicité de la finalité comme une limitation à ses prérogatives, la multiplicité des moyens et les difficultés à les mettre en œuvre constituant tout l'intérêt et la noblesse du travail de PDG. À tous les dirigeants et employés qui l'entourent, il doit expliquer pourquoi ils sont là, ce qu'ils doivent faire, quelles sont les instructions qu'il a reçues et qu'il a implicitement ou explicitement acceptées et en quoi ces dirigeants et employés autour de lui peuvent et doivent l'aider à accomplir cette Mission.

Ce faisant, le PDG délègue à chacun de ses collaborateurs une partie de la Mission qu'il assume. Il doit donc coordonner les actions de chacun de ses délégataires, afin qu'elles concourent toutes à l'accomplissement de la Mission, tel l'entraîneur d'une équipe sportive qui désigne les joueurs constituant l'équipe sous sa responsabilité et assigne à chacun son poste dans l'équipe et le rôle exact qui va avec, dans sa conception

du jeu. Le metteur en scène de théâtre ou le chef d'orchestre pourraient aussi constituer des images tout aussi valables.

Combien de fois constate-t-on qu'une entreprise a du mal à passer un certain cap dans son développement : celui d'une certaine structuration quand le fondateur doit commencer à déléguer une fonction vitale pour l'entreprise et qu'il exerçait jusqu'alors et ainsi ne pas sombrer dans le syndrome de Peter (tout homme est promu jusqu'à son niveau d'incompétence). Comment transmettre le bon état d'esprit à son équipe de collaborateurs afin de créer la cohésion de l'équipe entre elle, la cohérence de la multitude d'objectifs que souhaitera poursuivre chacun des membres de l'équipe et l'alignement de ces objectifs individuels sur la finalité globale recherchée par le PDG ? Avoir une vision claire sur ce que constitue LA Mission de l'entreprise, contribuera à apporter une solution à cette problématique.

La prérogative du PDG est donc de répartir les rôles afin d'assurer l'accomplissement de la Mission reçue de « l'extérieur ». Une façon d'assurer son succès est de faire en sorte que tous les dirigeants et employés de l'entreprise se comportent en « intrapreneur », c'est-à-dire en entrepreneur de « l'intérieur » de l'entreprise, répliquant ainsi le raisonnement entrepreneurial (mené jusqu'à présent entre les investisseurs extérieurs à l'entreprise et les dirigeants intérieurs à l'entreprise), au sein même de l'entreprise entre différents niveaux hiérarchiques.

Il faut donc responsabiliser chacun à son niveau dans l'entreprise pour qu'il devienne le dirigeant de son domaine, mandataire à son tour de mandants que seront ses supérieurs hiérarchiques. La meilleure manière d'inculquer cette dynamique de changement est que le PDG lui-même montre l'exemple, « l'exemple venant d'en haut ». Un niveau hiérarchique supérieur se comporte comme l'investisseur-mandant de ses niveaux hiérarchiques inférieurs et exige de ceux-ci de se comporter vis-à-vis de lui comme des dirigeants et employé-mandataires en considérant que les employés, à tous les niveaux, sont leurs propres dirigeants de leur micro entreprise, et en leur expliquant en quoi ils peuvent être moteurs de ce changement à leur niveau.

Exemple

Pour illustrer cette notion d'intrapreneur, prenons l'exemple d'une entreprise de transport routier. La Direction Générale d'une telle entreprise peut dire à l'un de ses chauffeurs : « Si vous arrivez à rassembler les 150 000 € que vaut le camion que vous conduisez auprès de votre entourage ou d'investisseurs, nous vous vendrons ce camion, vous ne

serez plus notre employé mais deviendrez ainsi votre propre patron ». La probabilité est grande que ce chauffeur revienne sans avoir réussi à réunir la somme. Ses amis ne sont donc pas de véritables amis puisqu'ils ne lui font pas confiance à hauteur de 150 000 €. Son discours n'aura pas réussi à entraîner l'adhésion d'investisseurs. « Son » entreprise, en revanche, lui fait confiance, en lui confiant un camion valant 150 000 €. Or ce chauffeur est pourtant le seul à savoir comment « son » camion peut rouler de la manière la plus efficace. L'entreprise doit donc le responsabiliser en lui permettant de mieux s'organiser pour obtenir de meilleurs résultats.

Pour mettre en œuvre cette délégation du mandat, il faut donc « casser » l'entreprise, la diviser en « Rivières de Valeur ». L'entreprise, fleuve qui se jette dans la mer de l'extérieur de l'entreprise (les investisseurs), se divise ainsi en plusieurs rivières puis ruisseaux jusqu'aux sources de la Création de Valeur. On peut découper une entreprise de cette manière-là en partant des produits, des métiers, des clients, des processus, des pays, des filiales, des services ou ateliers...

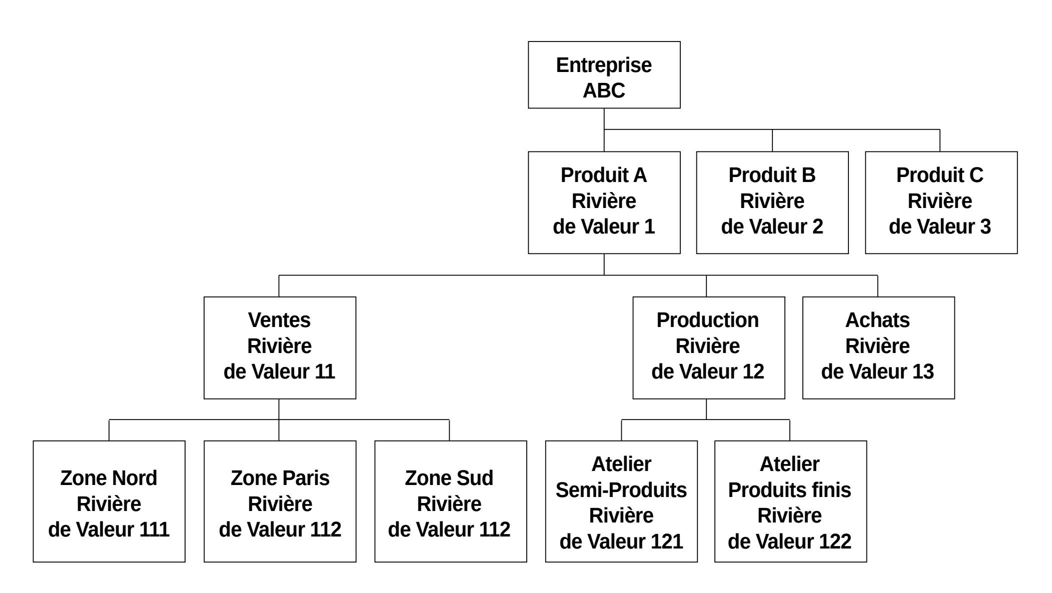


Figure 5 : Schéma Décomposition en Rivières de Valeur

Le nombre de chiffres du numéro référençant une Rivière de Valeur indique automatiquement le niveau hiérarchique par rapport au niveau de base constitué par l'entreprise.

Afin de diviser efficacement une entreprise en Rivières de Valeur, il faut respecter deux règles :

- Règle d'indépendance : l'amélioration de la performance d'une Rivière de Valeur ne doit pas cannibaliser la performance de la Rivière de Valeur adjacente (dans l'exemple cidessus, 111 ne doit influencer ni 112 ni 113 ; 1 ne doit influencer ni 2 ni 3). S'il y a une influence de la perfor-

mance d'une entité sur une autre, c'est qu'il n'y a pas d'indépendance et ces entités ne constituent pas des Rivières de Valeur.

- Règle d'additivité : la somme des performances des Rivières de Valeur d'un niveau doit être égale à la performance de la Rivière de Valeur du niveau supérieur qui les englobe (la somme des performances de 111, 112, et 113 doit donner la performance de 11 ; celle de 11, 12 et 13 doit donner celle de 1).

Une telle décomposition peut très bien ne pas être facile à réaliser et demander une certaine élaboration. Car réciproquement, la totalité d'un niveau supérieur doit être allouée au niveau inférieur qui lui est rattaché. Si une parcelle de l'entreprise n'est pas allouée, il est probable qu'elle se convertira en « poubelle » : tout ce qui est bon dans l'entreprise sera réalisé dans les parcelles allouées, tout ce qui est mauvais sera le fait de la parcelle non allouée.

Exemple

Dans une usine de 10 000 m^2, les ateliers occupent seulement 7 000 m^2. Qui paye les 3 000 m^2 non utilisés ?

Si on veut analyser correctement la performance des ateliers, on ne peut les mesurer sur la base des 10 000 m^2 de l'usine entière. Une manière de procéder peut consister à créer sur le papier pour les besoins de l'analyse, une SCI propriétaire des murs et responsable des capitaux ayant financé leur acquisition. Les ateliers louent à cette SCI factice, les 7 000 m^2 qu'ils utilisent. La SCI se trouve payer des charges sur les 10 000 m^2 de l'usine entière et elle ne perçoit des revenus que sur les 7 000 m^2 réellement utilisés par les ateliers. Ainsi, le réel déficit de performance que subit cette entreprise apparaîtra là où il convient et ne grèvera pas injustement les performances des ateliers. Quelqu'un, ne serait-ce que la Direction Générale de l'entreprise, est nommé responsable de la SCI, nouvelle Rivière de Valeur ainsi créée.

On peut et donc on doit descendre très bas dans ce système de division de l'entreprise. Ces notions de décentralisation, d'affectation à chacun dans l'entreprise d'une parcelle de la Mission constituent un raisonnement très complet, qu'il faut mettre en œuvre car chacun à son niveau peut créer de la valeur.

La Création de Valeur contribue à améliorer substantiellement le contenu du travail de chacun dans l'entreprise. De manière assez paradoxale, le concept de Création de Valeur, issu des thèses des investisseurs, débouche sur une première conséquence fort intéressante pour les dirigeants et employés au sein de l'entreprise.

La Direction Générale de l'entreprise ou d'une division ne voit pas aisément ce qui se passe au niveau des Sources de

Valeur internes aux Rivières de Valeur alors même qu'elle en conserve la responsabilité ultime. Les Rivières de Valeur d'une entreprise doivent donc être considérées dans cette première étape du raisonnement comme des « boîtes noires ». Des capitaux y entrent, en sort le rendement qui les rémunère. Nous verrons plus loin quelles sont les conséquences à tirer d'une telle analyse en « boîte noire » en matière de système d'information de gestion ou de prise de décisions stratégiques et opérationnelles ou de rémunérations des personnels des Rivières de Valeur (les E, S, O, et P de notre acronyme MESOP).

Ayant étudié le pourquoi de la Création de Valeur (c'est La Mission qui est assignée à l'entreprise dans le cadre du mandat la constituant), nous en verrons maintenant le comment. Tout d'abord dans ses aspects de calculs, qui intéressent au premier plan les Directeurs Financiers. Cependant, comme cette mesure de performance va servir à mesurer la performance des opérationnels, ces derniers ont eux aussi intérêt à bien la comprendre et à en maîtriser tous les aspects.

DEUXIÈME PARTIE

COMMENT ÉVALUER LA CRÉATION DE VALEUR ?

Un Système de Gestion par la Valeur est fondé sur l'équation fondamentale de la Finance (encore appelée moderne alors qu'elle est déjà vieille de près d'un demi-siècle), à savoir : la Valeur de Marché d'une entreprise est donnée par la valeur actuelle nette de ses cash flows futurs actualisés au Coût du Capital. La Création de Valeur se détermine grâce au Profit Économique qui est donné par le surcroît du Rendement des Capitaux Investis au-delà du Coût du Capital. Toutes ces notions sont expliquées dans le détail au cours de cette Partie.

CHAPITRE 3

Notions fondamentales

L'équation fondamentale de la Finance moderne est expliquée, ainsi que le détail de tous ses constituants, en particulier avec le cas d'une entreprise ABC imaginaire. Une première approche de la Création de Valeur, dite Externe, s'en dégage. Toutefois, celle-ci n'est pas suffisamment opérationnelle pour servir de fondement à un Système de Gestion par la Valeur.

1 Concept de base

La notion de « Création de Valeur » se réfère à un concept fort ancien. La Finance d'entreprise dit en effet depuis environ un demi-siècle : « La Valeur de Marché d'une entreprise est la Valeur Actuelle Nette de ses Flux de Trésorerie Disponibles – FTD (*Free Cash Flows – FCF*) » (VAN ; *net present value*, NPV). C'est le concept primordial à la base de toute la réflexion en matière de Création de Valeur. Cf. par exemple Brealey and Myers ; *Principles of Corporate Finance* ; McGraw Hill ; Part One et notamment pages 77 à 85 dans l'édition de 1988, la première datant de 1981.

Cette méthode simple et avérée a été conceptuellement mise au point depuis de nombreux lustres dans les milieux

académiques : plusieurs célébrités lui doivent leur Prix Nobel. Elle constitue une des propositions économiques les plus testées empiriquement. Jusqu'à il y a peu, elle était seulement utilisée comme méthode de valorisation d'entreprise. La révolution managériale en cours consiste à en faire un outil de gestion. Elle est donc de plus en plus utilisée dans leur pratique des affaires tant par des dirigeants pour guider leur propre gestion que par des investisseurs pour juger de la gestion de leurs dirigeants.

La relation évoquée ci-dessus s'écrit mathématiquement comme suit :

$$VM = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTD_t}{(1+cmc)^t} + \frac{VT_n}{(1+cmc)^n}$$

Figure 6 : Équation Actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles

Chacun de ces termes sera défini dans les paragraphes qui suivent. En tête d'ouvrage, le lecteur trouvera un récapitulatif des notations et des conventions de notation.

Toutes les études statistiques montrent que le coefficient d'explication (R^2-coefficient indiquant la force d'une corrélation ; plus il est proche de 1, meilleure est la corrélation mais impossible à atteindre dans les sciences humaines) de la valeur d'un groupe par le Bénéfice Par Action (BPA ou en anglais *EPS-earnings per share*) est inférieur à 0,2. En effet, tous les manuels de Finance, même ceux qui datent de plusieurs lustres, s'accordent très clairement pour estimer que la valeur d'un groupe n'est régie que par des considérations économiques telles celles décrites par la formule ci-dessus. Le R^2 dans ce cas peut donc tout naturellement atteindre 0,7-0,8. Ces niveaux très élevés tendraient à prouver que les marchés financiers ne sont pas si irrationnels que certains veulent bien le dire.

2 Exemple Société ABC

Pour illustrer tous les concepts qui vont suivre, on utilisera le cas d'une entreprise ABC imaginaire. En voici le bilan résumé aux postes essentiels.

ACTIF	(€)	PASSIF	(€)
Immobilisations	7 000	Fonds Propres	6 000
Stocks	2 000	Dettes Financières	4 000 dont LT 3 000
Clients + Autres créances d'exploitation	4 500	Fournisseurs	3 000
Trésorerie d'exploitation	500	Autres dettes d'exploitation	1 000
Total	14 000	Total	14 000

Tableau 2 : Bilan de l'entreprise ABC

De ce bilan, on peut calculer le Besoin en Fonds de Roulement = Stocks + Clients + Trésorerie d'exploitation – Fournisseurs – Autres dettes d'exploitation = 3 000 €. On considère comme faisant partie du BFR, un élément que nous appelons Trésorerie d'exploitation : un fond de caisse incompressible que même le trésorier le plus expérimenté n'arrivera jamais à placer en raison de la multiplicité de ses sites d'exploitation et/ou de ses comptes bancaires et des difficultés inhérentes à tout exercice de prévision en matière d'encaissements et de décaissements – l'expérience du praticien tend à montrer qu'on peut l'exprimer sous forme d'un certain nombre de jours de chiffre d'affaires, tout comme les créances ou les dettes d'exploitation.

Quelle analyse financière peut-on faire de ce bilan ? Plutôt bonne. Il présente une bonne structure : faible endettement (Dettes Financières < Fonds Propres), fonds de roulement positif (Fonds Propres + dettes long terme > immobilisations).

Voici maintenant le compte de résultat de cette même entreprise ABC, ici encore résumé à ses postes essentiels.

	€
Chiffre d'Affaires	12 000
Achats	7 000
Autres charges	3 172
Dotations aux Amortissements et Provisions	400
Résultat d'Exploitation	1 428
Frais Financiers @ 7 % s/ Dettes Financières	280
Résultat Brut	1 148
Impôt sur les Sociétés @ 30 % s/ Résultat Brut	344
Résultat Net	804

Tableau 3 : Compte de résultat de l'entreprise ABC

On suppose le Taux d'Impôt sur les Sociétés (tis) du pays imaginaire où se situe l'entreprise ABC égal à 30 %. De même, on suppose le taux d'intérêt payé par cette entreprise sur ses Dettes Financières (Coût Brut de la Dette ou cbd)

égal à 7 %. On suppose en outre que ces Dettes Financières se sont maintenues au niveau de fin d'année tout au long de l'exercice décrit ici.

Ici encore on ne peut que tirer une bonne analyse financière de ce compte de résultat. En particulier, il montre une bonne profitabilité : le ratio de Marge nette (Résultat net/Chiffre d'affaires) est à un niveau élevé pour la plupart des secteurs = 6,7 % .

L'entreprise ABC est donc en termes de comptabilité traditionnelle et d'analyse financière classique une entreprise qui a de quoi faire plaisir aux tenants de ces thèses. Nous verrons plus loin ce qu'il en est au regard de cette analyse novatrice que constitue la Création de Valeur.

(Cf. *Chap. 5 : Profit Économique*, p. 81 et suivantes)

Définissons sur la base de ces chiffres les éléments du concept de base exprimé ci-dessus.

3 Flux de Trésorerie Disponible

Le Flux de Trésorerie Disponible se définit comme suit :

$$FTD = REMIC + DAP - \Delta BFR - \Delta INV$$

Figure 7 : Équation Flux de Trésorerie Disponible

Le Flux de Trésorerie Disponible d'une période est égal au Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé (REMIC ; *net operating profit after tax, NOPAT*), majoré des Dotations aux Amortissements et Provisions (DAP) et diminué de la variation du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et du montant des Investissements (INV – soit la variation des Immobilisations) durant la période. L'Impôt Corrigé est obtenu en appliquant le Taux de l'Impôt sur les Sociétés au Résultat d'Exploitation. Ainsi on ne prend en considération ni le résultat financier ni le résultat exceptionnel ni la quote-part d'impôt y afférente. On reviendra plus loin sur cette notion de REMIC.

(Cf. *Chap. 5 : Profit Économique*, p. 81 et suivantes)

Avec les données de l'entreprise ABC, on a :

REMIC = Résultat d'Exploitation – Impôt Corrigé

REMIC = 1 428 – 30 % * 1 428 = 1 428 – 428

REMIC = 1 000 €

DAP = 400 €

INV + ΔBFR = 500 € (On suppose cette donnée supplémentaire puisqu'on ne dispose pas du bilan d'ouverture de cet exercice).

FTD = 1 000 + 400 – 500 = 900 €

4 Actualisation des FTD : exemple numérique

Après cette définition de tous les termes de l'équation de base, on en donnera un exemple numérique : la première année est celle décrite ci-dessus et les suivantes résultent d'une projection.

(Cf. *Chap. 4 : Coût moyen du capital,* p. 53 et suivantes)

L'actualisation des FTD se fait au Coût du Capital (notation cmc). Ce concept sera défini en détail et on le calculera plus loin, compte tenu de sa complexité. Pour le moment, admettons que sa valeur soit 10 %.

En €	0	1	2	3	VT	4
cmc	10 %	10 %	10 %	10 %		10 %
Coefficient d'actualisation	1	0,9091	0,8264	0,7513		
REMIC	0	1 000	1 050	1 100		1 200
INV + ΔBFR – DAP	10.000	100	150	200		0
FTD		900	900	900	12 000	1 200
VA FTD		818,1818	743,8017	9 691,9609		
VM	11 253,9444					

Tableau 4 : Actualisation des FTD

En pratique, l'estimation des Flux de Trésorerie Disponibles futurs se fait en distinguant deux périodes : la période de prévision explicite et la période de maturité. La période de prévision explicite correspond à la durée pendant laquelle ces flux peuvent être estimés avec une fiabilité acceptable ; la période de maturité commence au-delà. Nous préciserons ce point ultérieurement avec la notion de Durée d'Avantage Compétitif :

– les périodes 0 à 3 correspondent à la période de prévision explicite,
– les périodes 4 *et sq*. à la période de maturité pendant laquelle l'entreprise dégage un REMIC constant de 1.200,
– la valeur terminale (12 000) est obtenue en actualisant à l'infini le premier FTD de cette période de maturité (1 200), soit selon la formule classique de mathématique financière FTD/cmc ou 1 200/10 % = 12 000.

5 Création de Valeur Externe ou CVE

On vient de valoriser l'entreprise, mais est-ce que c'est important ou pertinent ? Non ! Ce qui compte ce n'est pas la valeur mais la Création de Valeur. Nous parlerons de CVE ou Créa-

tion de Valeur Externe pour la distinguer du Profit Économique que nous aborderons plus tard qui représente la Création de Valeur interne de l'entreprise.

C'est le concept de *Market Value Added* ou *MVA* qui sert de base aux classements évoqués à plusieurs reprises plus haut dans cet ouvrage. En effet, l'important n'est pas la valeur de l'entreprise mais plutôt le surcroît de valeur par rapport à l'investissement réalisé par les bailleurs de fonds.

D'un côté nous avons le montant total de l'investissement effectivement réalisé par les différents bailleurs de fonds de l'entreprise : il représente le stock de Capital entrant dans l'entreprise tel que mesuré par la comptabilité de l'entreprise. Nous l'appelons Capitaux Investis et nous en donnerons la définition exacte ainsi que des exemples de calcul plus loin dans cet ouvrage.

(Cf. *Chap. 5 : Profit Économique*, p. 81 et suivantes)

D'un autre côté, il convient de mesurer le stock de Capital en sortant, c'est-à-dire la Valeur de Marché de ce même investissement, soit ce que ces bailleurs de fonds retireraient de la vente sur le marché de leurs titres de propriété ou de créance sur l'entreprise.

La Valeur de Marché des titres de créance n'est en général pas substantiellement différente de leur valeur comptable même quand une cotation publique n'existe pas. La différence provient soit de variations de taux de change soit de variations de taux d'intérêt et il est possible de la calculer assez simplement avec les outils classiques des mathématiques financières. Elle peut aussi provenir de variations importantes dans l'appréciation du risque de crédit : exemple Eurotunnel dont la dette a longtemps marqué une décote importante sur un marché gris (50-60 %), si on en croit la presse.

La Valeur de Marché des titres de propriété est aisément constatable si la société est cotée sur un marché financier. Même si elle ne l'est pas, ses titres de propriété ont une valeur fluctuante dans le temps : des experts en évaluation font leur métier de calculer une estimation de cette valeur pour la simple information de parties intéressées ou pour préparer une transaction sur ces titres ou encore pour des obligations déclaratives : ISF par exemple.

Les Capitaux Investis ont bien une Valeur de Marché indépendante de leur valeur comptable. La différence entre ces deux valeurs constitue la Création de Valeur Externe. C'est la valeur supplémentaire apportée par les dirigeants-mandataires aux fonds qui leur ont été confiés en gestion par les investisseurs-mandants.

On peut alors calculer la Création de Valeur Externe comme :

CVE =	Valeur de Marché des Capitaux Investis – Valeur Comptable des Capitaux Investis
CVE =	VM – CI

Figure 8 : Équation Création de Valeur Externe

Pour évoquer ce concept de Création (ou de destruction) de Valeur Externe en termes boursiers, on parlerait de sur-cote ou de décote par rapport à un Actif Net Comptable éventuellement réévalué (*Market to Book Ratio* ou *MBR*). Les connaisseurs du ratio Tobin's Q parleraient de Q supérieur, égal ou inférieur à 1. Les classements déjà cités parlent de MVA positive, nulle ou négative.

MBR = VM / CI (ratio Q de Tobin)
VM>CI : CVE > 0 ou MBR > 1 : Création de Valeur
VM=CI : CVE = 0 ou MBR = 1 : circulation de valeur
VM<CI : CVE < 0 ou MBR < 1 : destruction de valeur

Tableau 5 : Création de Valeur Externe

Pour notre entreprise ABC :

VM = 11 254 € (Cf. plus haut dans ce même Chapitre)
CI = 10.000 € (admettons-le pour le moment, nous le démontrerons plus tard)
CVE = 11 254 – 10 000
CVE = 1 254 €
MBR = 11 254/10 000
MBR = 1,13

Une entreprise détruit de la Valeur parce qu'elle n'atteint pas de façon habituelle l'objectif de performance qui a été assigné par les investisseurs – mandants aux dirigeants – mandataires, ainsi que nous le décrirons plus tard. Ce que nous avons qualifié de « Onzième Commandement » n'est pas respecté.

Quelle que soit l'importance de ce concept, le calcul de la CVE amène seulement à pouvoir faire un constat.

Or, l'intérêt de la démarche de Création de Valeur est d'en faire un outil de gestion. L'évaluation ne doit pas s'arrêter au constat de la valeur de l'entreprise. L'apport d'un Système de Gestion par la Valeur est qu'en connaissant la manière dont est valorisée une entreprise et en agissant sur les paramètres correspondants, on peut influencer la valeur de l'entreprise et donc agir dans le sens de l'augmentation de cette valeur. Voilà pourquoi on dénomme cette démarche : la Création de Valeur.

La CVE dit si l'entreprise s'est enrichie ou appauvrie, mais ne dit pas comment car c'est un constat externe : celui que voient les investisseurs.

La CVE est donc un simple constat et, qui plus est, un constat dont on ne peut guère tirer de conclusion. On ne peut en effet pas porter de jugement de valeur sur la base d'une CVE : si la CVE d'une entreprise est positive, on ne peut pas dire « c'est bien ou pas bien », car il faut tenir compte de la distribution de dividendes durant la période s'étant écoulée entre la date d'apports des fonds et la date de mesure de la CVE. Si la rémunération considérée comme normale est de 10 % p.a. pour les investisseurs et que le taux de distribution des dividendes a été de 3 % p.a., pour que la CVE constatée soit suffisante, il faudrait qu'elle représente un taux de 7 % accumulé durant toute cette même période.

Par ailleurs, la CVE est un concept qui n'est facilement mesurable que pour les sociétés cotées. De plus, elle n'est mesurable qu'à l'échelon global d'un Groupe consolidé qui est en général le seul élément coté du Groupe. Ce n'est donc un concept parlant que pour le PDG de ce Groupe, le seul qui en a effectivement la responsabilité globale. La CVE ne représente rien pour toute autre personne d'un échelon hiérarchique inférieur.

Ensuite, la CVE est un concept externe à l'entreprise. La CVE n'intéresse donc que le Capital. C'est pour cela que nous l'avons située ainsi dans notre image du sablier.

(Cf. *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise*, p. 29 et suivantes)

Enfin, la CVE n'indique pas, en particulier, à quel moment ou à quel endroit et comment l'entreprise a créé – ou détruit – de la valeur.

Pour toutes ces raisons, la CVE ne constitue en aucun cas un outil de gestion qui puisse être utilisé à l'intérieur de l'entreprise de manière opérationnelle.

Or, l'objectif que doivent poursuivre les dirigeants est bien de maximiser la Création de Valeur ainsi mesurée afin de se conformer au mandat de gestion dont ils sont les mandataires et respecter le « Onzième Commandement ». Cependant, si cet objectif est ainsi facilement appréhendable et s'il est totalement pertinent, la manière pratique pour l'atteindre n'est pas explicitée.

Afin de fournir un guide pratique aux dirigeants pour atteindre cet objectif, il convient de mettre en évidence une mesure de performance interne (c'est-à-dire dont tous les constituants sont sous le pouvoir des dirigeants) et dont l'évolution influence directement la Création de Valeur.

(Cf. *Prologue*, p. 1 et suivantes)

Comment passer alors à un concept interne à l'entreprise qui puisse lui servir de guide opérationnel à tous ses niveaux ? C'est là qu'intervient la relation évoquée précédemment entre la rentabilité et le Coût du Capital à la base du Profit Économique.

Seules les méthodes fondées sur des mesures dites « internes » permettent de mettre en œuvre un Système de Gestion par la Valeur.

6 Première approche interne

L'intérêt porté au concept de Création de Valeur a entraîné une vive concurrence entre les cabinets de conseil et une prolifération des modèles. Tous reposent cependant, explicitement ou implicitement, sur le concept de base déjà évoqué (la valeur présente des FTD) : l'entreprise crée de la valeur quand la somme des Flux de Trésorerie Disponibles (FTD) que ses Capitaux Investis (CI) génèrent, actualisés au Coût Moyen du Capital (cmc), est positive.

Ce concept de base de la VAN des FTD n'a longtemps servi qu'aux choix d'investissement. L'innovation majeure a été de vouloir en faire un outil de gestion pour l'entreprise, désormais considérée comme un portefeuille de projets. De cette approche sont nés plusieurs modèles plutôt orientés vers l'analyse à moyen et long terme. Ces modèles permettent notamment de simuler l'impact de variables clés sur la valeur de l'entreprise en prenant en compte leurs interdépendances éventuelles, et de comparer l'efficience de différentes stratégies.

Cette première approche interne part donc de la formule de l'actualisation des cash-flow, utilisée strictement.

Puisque la valeur de l'entreprise résulte de l'actualisation de ses FTD futurs, on étudie différentes hypothèses stratégiques, on déduit de chacune de ces hypothèses stratégiques les Flux de Trésorerie Disponibles correspondants, on calcule par voie d'actualisation la valeur qu'aurait l'entreprise si chacun de ces scénarios se réalisait. On choisit la stratégie qui donne la Valeur de Marché de l'entreprise la plus élevée.

Cette première approche interne a conquis de nombreux utilisateurs sur le marché, notamment les grands cabinets de conseil en stratégie qui veulent faire du conseil en Création de Valeur. Ils ont choisi cette démarche car elle est très proche de leur métier d'origine, le conseil en stratégie. Le modèle de la stratégie de la valeur développé par McKinsey est, dans cette catégorie, un des modèles les plus diffusés.

Cette démarche est valable conceptuellement, mais son utilisation est difficile. En effet, elle demande des outils de calcul très puissants ainsi qu'un personnel maîtrisant les outils de décision stratégique en nombre très important. Ceci n'existe que dans les très grandes entreprises.

De plus, on ne peut tirer de cette démarche des conséquences opérationnelles au quotidien. En effet, on ne sait pas, à partir d'un écart entre le FTD réel mesuré sur une période donnée et le FTD prévisionnel anticipé lors de l'exercice de planification, si cet écart est bon ou mauvais. Un écart positif peut résulter d'un moindre investissement qui peut être dommageable à moyen terme et donc diminuera la valeur de l'entreprise. Un écart négatif peut résulter quant à lui d'un supplément d'investissement dû au succès du projet qui doit faire face à une demande supérieure aux prévisions, ce qui est bénéfique à moyen terme et donc contribuera à augmenter la valeur de l'entreprise.

Ce défaut provient du fait que le FTD est un outil diachrone puisqu'il mélange dans une période donnée, des éléments qui appartiennent à cette période et d'autres qui n'y appartiennent pas, comme l'indique l'Équation des Flux de Trésorerie Disponibles plus haut dans ce même chapitre.

Or les revenus et dépenses d'exploitation inclus dans le REMIC proviennent des Capitaux Investis au cours des périodes antérieures ; les Capitaux Investis au cours de la période vont générer les revenus et les dépenses d'exploitation des périodes postérieures.

Pour illustrer ceci, prenons l'exemple d'un laboratoire pharmaceutique. Les revenus que génère l'aspirine servent peut-être à financer la recherche et développement d'un anticancéreux qui ne verra le jour que dans de très nombreuses années. Or ces revenus ont été générés par la R & D de l'aspirine qui a été réalisée avant même que l'auteur et la plupart des lecteurs ne soient nés.

Pour toutes ces raisons, cette première approche ne peut pas constituer le fondement d'un Système de Gestion par la Valeur. De plus, en tout état de cause, cette méthode n'est pas parlante pour une PME ou pour toute personne d'un niveau hiérarchique moyen et inférieur d'un grand groupe.

Comme nous venons de le démontrer, la CVE n'est pas opérationnelle alors même que c'est précisément un outil de gestion que nous recherchons. Nous trouverons cet outil opérationnel en continuant à avancer dans notre réflexion. Cependant nous allons d'abord revenir sur la question du taux d'actualisation que nous avons survolée jusqu'à présent.

CHAPITRE 4

Coût Moyen du Capital

Le Coût du Capital est au centre de la démarche de Création de Valeur : il permet tout à la fois de calculer la valeur de l'entreprise, de déterminer si les investissements envisagés seront ou non créateurs de valeur et de savoir si l'entreprise a créé ou non de la valeur dans le passé. Mais cette notion est complexe. En conséquence, elle sera décrite de manière exhaustive à travers les quatre Coûts du Capital possibles, mais dans une optique de vulgarisation grâce à de nombreux exemples et calculs. En tout état de cause, la détermination du Coût du Capital d'une entreprise doit résulter d'une décision de gestion.

1 Nécessité de la notion du Coût du Capital

« Connais-toi toi-même ! », disait déjà Socrate, il y a plus de deux millénaires. La Création de Valeur exprime le même genre d'exigence des entreprises aujourd'hui. Les investisseurs indiquent aux dirigeants cette règle fondamentale de la gestion des entreprises : « Connais notre Coût du Capital ! ». Crédit Suisse First Boston le rappelle dans son étude : *Value Based Management in Europe*-17 mars 1997.

En effet, le Coût du Capital est le lien entre le monde extérieur à l'entreprise, celui de ses investisseurs, et le monde intérieur à l'entreprise, celui de ses dirigeants et employés. Il est le point clé du contrat de gestion sur l'épargne des investisseurs que ceux-ci ont confiée aux dirigeants et employés. C'est donc sur sa base que l'accomplissement ou non de ce contrat pourra être apprécié. Il est donc aussi l'essence même de la « gouvernance d'entreprise ».

La Finance moderne indique que tout investisseur a droit à un « salaire ». Ce salaire est explicité dans le contrat qui régit le Capital-créance. Pour n'être pas explicite, le salaire du Capital-action n'en existe pas moins. Les marchés financiers le rappellent. Les investisseurs actionnaires le connaissent.

Pour le facteur de production « Travail », il existe une rémunération minimum contractuellement garantie. Pour le facteur de production « Capital », une telle rémunération minimum existe aussi. N'est-ce pas la meilleure défense possible de l'épargne que d'insister sur ce point ?

En termes académiques, ce salaire s'appelle « Coût du Capital ». Il dépend du niveau général des taux d'intérêt (rémunération du temps) auquel s'ajoute une prime (rémunération du risque de l'investissement considéré : secteur et entreprise). Quelles que soient les discussions byzantines qui opposent les universitaires sur la manière de l'évaluer au mieux, la pratique montre qu'une estimation raisonnable peut être déterminée de façon relativement aisée.

Si une entreprise donnée gagne son Coût du Capital, elle a accompli l'objectif de son Capital. Celui-ci aura gagné son salaire. Le Travail aussi.

Si une entreprise n'atteint pas cet objectif de rentabilité minimum, et particulièrement si elle ne l'atteint pas de façon répétée, son Capital en sera déçu. C'est normal car son espoir de gain, insatisfait dans cette entreprise, aurait pu l'être dans une autre. Il ira s'investir ailleurs et les capacités de croissance de cette entreprise s'en trouveront bloquées. Il n'aura même pas gagné son salaire. Le Travail aura pourtant bien gagné son salaire préalablement. C'est pour cela que le salaire du Capital est élevé car il n'est pas garanti.

Si une entreprise arrive à gagner plus que son Coût du Capital et notamment de façon répétée, son Capital sera satisfait. Il apportera facilement plus de moyens à cette entreprise qui pourra se développer d'autant plus vite. C'est cette possibilité qui incite à prendre le risque d'un investissement. Le Capital

pourra bénéficier d'une rémunération supérieure à son salaire.

Ici encore, force est de constater que cette question est réglée de façon théorique depuis plusieurs lustres dans le monde académique grâce aux progrès réalisés par la Finance moderne. Cet ouvrage essaie de donner une vue pratique de ces théories. Ce faisant, il s'en dégage, pour l'entreprise, une vision tout à la fois plus pertinente et plus opérationnelle.

Le Coût du Capital a trois usages, tout aussi importants les uns que les autres :

– Évaluation de la performance : mesurer un Profit Économique passé ou à venir sur du Capital déjà investi et donc être en mesure de juger si cette performance permet à chaque période de payer au Capital son salaire ou non ; à ce titre, il influence la Gestion de l'entreprise et peut donc constituer un des paramètres d'un système de Participation de ses dirigeants.
– Choix des investissements : déterminer si la performance escomptée d'un nouvel investissement de Capital est suffisante pour que celui-ci soit acceptable et donc accepté ; à ce titre, il est une référence interne essentielle pour les dirigeants de l'entreprise dans la détermination de leur stratégie.
– Valorisation de l'entreprise ou de ses projets : servir de taux d'actualisation pour ramener des Profits Économiques futurs à une valeur présente et ainsi calculer la Valeur de Marché du Capital servant à générer ces résultats ; à ce titre, il est une référence externe fondamentale pour les investisseurs dans l'entreprise, sur les marchés des capitaux tant primaires que secondaires.

Nous ne nous attarderons pas plus sur ces utilisations possibles du Coût du Capital, car, à elles seules, elles pourraient justifier un long développement.

(Cf. *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise*, p. 29 et suivantes)

Toutefois, elles nous permettent d'apporter d'ores et déjà une précision : le Coût du Capital d'une société n'existe pas. Il existe dans une société autant de Coûts du Capital qu'il existe en son sein de projets de nature différente (achats, production, marchés-produits, pays, etc.). C'est ce que nous avons nommé « Rivière de Valeur » dans notre première partie.

En termes académiques, les professeurs de Finance disent : les investisseurs ne sont pas prêts à prendre en considération dans l'entreprise quelque chose qu'ils pourraient réaliser directement eux-mêmes. Dans l'immense majorité des cas,

ces projets de nature différente pourraient être réalisés de manière indépendante par des entreprises différentes ayant chacune ses propres investisseurs. Dans ce cas, ces derniers factureraient bien à chacune de ces entreprises indépendantes son propre Coût du Capital. Le Coût du Capital se mesure donc au niveau d'une Rivière de Valeur.

Le Coût du Capital d'une société n'est qu'une résultante des Coûts du Capital de chacune de ses Rivières de Valeur « ultimes ». Dans les développements sur le Coût du Capital qui suivent, nous écrirons société ou entreprise en sous-entendant en permanence qu'elles équivalent à une seule et unique Rivière de Valeur.

Les paragraphes précédents n'avaient pour autre objet que d'aider le lecteur à bien comprendre l'importance cruciale de ce concept de Coût du Capital.

Il convient donc que les dirigeants-mandataires connaissent bien le Coût du Capital de leurs investisseurs-mandants s'ils veulent être en mesure de respecter le mandat de gestion qui leur a été confié et qu'ils ont accepté.

Nous en viendrons maintenant à la détermination algébrique du Coût du Capital, ce qui constitue le seul objectif du présent Chapitre.

2 Les formules des quatre Coûts du Capital

Sans méconnaître les réflexions nouvelles du monde académique sur ce sujet, en particulier l'*Arbitrage Pricing Theory* ou le *New Equilibrium Theory* ou encore la théorie des options, il n'est pas malsain d'avoir recours au modèle plus ancien du *Capital Asset Pricing Model*, *CAPM*, connu en France sous le nom de MEDAF Modèle d'Évaluation (ou d'Équilibre) des Actifs Financiers. Ce dernier modèle est en effet beaucoup plus simple que tous les autres. Dans un monde où la notion même du Coût du Capital est dans la pratique assez méconnue, il nous paraît important de l'aborder par la voie la plus simple afin de permettre au maximum de personnes concernées de s'initier à cette notion essentielle. Libre aux rares spécialistes de la question d'approfondir leur réflexion grâce à des théories plus poussées. C'est donc volontairement que nous adoptons une démarche de « vulgarisation » de cette notion et que nous évitons les développements mathématiques et statistiques traditionnels des discours académiques.

Or le MEDAF donne une vue « plurielle » du Coût du Capital. En fait, il utilise quatre Coûts du Capital différents. Pour une démonstration détaillée de ces formules, le lecteur pourra lire avec profit n'importe quel (bon !) livre de Finance moderne.

2.1 Le premier Coût du Capital : le Coût de l'Actif Économique ou cae

Nous allons voir comment calculer le Coût du Capital par l'Actif du bilan, ce qui est assez rarement pratiqué.

De manière assez intuitive, le Coût de l'Actif Économique est égal au rendement d'un investissement sans risque majoré d'une certaine prime de risque. Cette prime de risque dépend de deux paramètres : la Prime de Risque de Marché qui s'applique indistinctement à toute entreprise et d'un facteur propre à l'entreprise compte tenu de ses caractéristiques particulières et notamment de son secteur.

Avec les notations :

– **tsr** Taux Sans Risque, rendement d'un investissement dans un actif à risque nul, pris par définition comme étant les Bons du Trésor à moyen long terme du pays considéré ; en France, comme les OAT servant de sous-jacent au notionnel du MATIF, par exemple.

– **prm** Prime de Risque du Marché, rendement supplémentaire d'un investissement dans le portefeuille global de l'ensemble du marché ; souvent pris à environ 5 % ; nous verrons ci-après pourquoi.

– **IRO** Indice de Risque Opérationnel de l'entreprise étudiée, donné par rapport à l'ensemble du marché ; cet indice caractérise le risque spécifique de cette entreprise compte tenu d'une part de son secteur industriel ou de services et d'autre part de ses particularités au sein de ce secteur, c'est-à-dire entre autres de sa structure opérationnelle (niveau du point mort).

– **cae** Coût de l'Actif Économique, rendement nécessaire pour une juste rémunération du risque pris en investissant dans l'entreprise considérée, indépendamment du risque supplémentaire lié à la structure financière choisie.

On a, pour le Coût de l'Actif Économique, la relation :

$$\boxed{\text{cae} = \text{tsr} + \text{IRO} * \text{prm}}$$

Figure 9 : Équation Coût de l'Actif Économique (cae)

Avec les données :

tsr = 6 %

et

prm = 5 %,

si on suppose IRO = 1,1 pour notre entreprise ABC,

on déduit son cae = 6 % + 1,1 * 5 % = 6 % + 5,5 % = 11,5 %.

Toutes ces notions sont assez intuitives.

Prenons l'exemple d'un entrepreneur qui cherche de l'argent pour financer l'intégralité d'un projet. Il contacte un groupe d'investisseurs qui lui demandent : « combien ça va nous rapporter ? ». Si l'entrepreneur répond 3 %, il est fort probable que les investisseurs ne lui fourniront pas l'argent.

On peut déduire de cette anecdote une première conclusion extrêmement intéressante : alors même que cela n'est écrit nulle part, les investisseurs ont une conscience intuitive de ce qui doit constituer une juste rémunération de leur épargne.

L'entrepreneur refera alors son *business plan* et fera miroiter une perspective plus alléchante de 7 %. Là encore, en toute logique, les investisseurs vont refuser l'investissement en tenant le raisonnement suivant : « il existe un placement sûr en bons du Trésor qui rapporte 6 % et vous m'offrez seulement 1 % de plus, ça ne m'intéresse donc pas ! ».

On peut encore tirer une deuxième conclusion importante de cette anecdote. Il existe quelque part dans l'économie un actif que les acteurs économiques considèrent comme sans risque et dont la rémunération représente seulement la rémunération du temps passé. Cet investissement sans risque constitue donc une référence : il ne saurait y avoir de rémunération inférieure au Taux Sans Risque car tout investissement présente un risque supérieur à l'actif sans risque. Tout investissement se doit d'offrir des perspectives de rémunération incluant une prime de risque au-delà du Taux Sans Risque.

Dans notre exemple, la rémunération du risque est jugée insuffisante. Ici encore, bien que cette prime de risque ne soit écrite nulle part, les investisseurs en ont une conscience intuitive très claire.

Notre entrepreneur et ses investisseurs vont alors entrer dans une négociation. L'entrepreneur fera miroiter des perspectives de plus en plus élevées jusqu'à ce que les investisseurs cèdent et lui confient leur épargne. La valeur de la prime de risque au niveau de laquelle l'acte d'investissement s'effectuera, dépendra du projet présenté. Tout projet trouvera toujours des investisseurs pour le financer pourvu qu'il fasse miroiter de manière suffisamment crédible des perspec-

tives de rentabilité suffisamment élevées. Les exemples des bio-technologies ou des nouvelles technologies de l'informatique et des communications avec notamment le phénomène d'Internet et des entreprises « .com » sont là pour servir de preuve à cette affirmation : les perspectives de rentabilité y sont à 10 ou 20 ans et pourtant malgré ces risques, beaucoup de projets trouvent des investisseurs car les perspectives de rentabilité sont perçues comme extrêmement élevées.

Selon la nature de l'investissement proposé, une rentabilité prospective de 13 % soit 7 % au-dessus du Taux Sans Risque pourra inciter un investisseur à se dessaisir de son épargne et la confier en gestion au dirigeant qui lui a proposé son *business plan*. Pour tel autre investissement, l'acte d'investissement s'effectuera à 10 % ou au contraire à 20 %. Tout dépend du risque perçu par l'investisseur dans l'investissement qui lui est proposé.

Le niveau de cette prime dépend donc du risque que l'investisseur attribue à cet investissement. En cas de récession, on sait que certains produits continueront à être consommés sans être grandement affectés, les produits alimentaires ; et inversement, en cas de croissance, la consommation d'un produit alimentaire n'augmentera pas fortement. Leur évolution tend à gommer les évolutions générales de l'économie. Par contre, d'autres types de biens ou services, par exemple des biens d'équipement comme l'automobile, verront leur consommation accentuer les mouvements économiques généraux. Il y a donc des marchés en dents de scie qui accentuent la conjoncture économique et d'autres beaucoup plus stables qui l'atténuent. Les premiers sont plus risqués que la moyenne et auront des Indices de Risque Opérationnel supérieurs à 1. Les seconds sont moins risqués que la moyenne et auront des Indices de Risque Opérationnel inférieurs à 1.

Le Coût du Capital ne s'établit pas sur des bases managériales ou philosophiques. Il résulte simplement d'une exigence économique des investisseurs, qui s'impose aux dirigeants : la rentabilité de leur investissement en fonction du risque que représente ledit investissement et des opportunités alternatives d'investissement ailleurs dans l'économie. Les investisseurs ont toujours la possibilité d'investir ailleurs, surtout à notre époque de mondialisation, ce qui tarira la croissance de l'entreprise pénalisée par un manque de capitaux. Les entreprises sont en concurrence non seulement à leur Actif sur le marché des produits mais aussi et peut-être surtout à leur Passif sur le marché des capitaux. Ici encore, ce n'est pas exprimer une quelconque opinion politique, morale ou autre

que d'écrire cela : c'est une simple constatation objective de la réalité du monde dans lequel nous vivons.

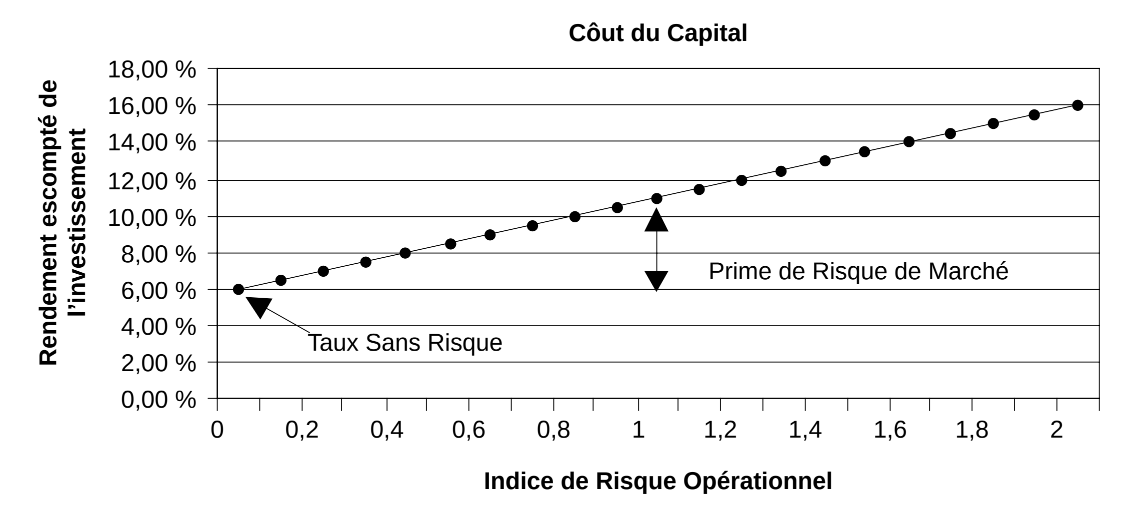


Figure 10 : Graphique Coût de l'Actif Économique

Le Coût de l'Actif Économique est un Coût du Capital simplifié, en ce sens qu'il omet la structure financière de l'entreprise. Il se place du seul point de vue de l'Actif de l'entreprise, de son secteur et de ses caractéristiques particulières dans ce secteur.

Prenons l'exemple de deux personnes voulant investir 1 000 € :

– la première acquiert des bons du Trésor à 6 %,
– la seconde investit dans une entreprise risquée dont le Coût de l'Actif Économique est 15 %.

À la fin d'une année, la première a la perspective de recevoir 1 060 €, la seconde 1 150 €. Qui a fait le bon choix ? Les deux ! Elles ont toutes les deux la perspective de recevoir la juste rémunération en fonction du temps passé et du risque assumé.

2.2 Le deuxième Coût du Capital : le Coût Net de la Dette ou cnd

Si on note :

– **cbd** Coût Brut de la Dette ; en insistant sur le fait qu'il s'agit d'un taux actuariel pour bien inciter le lecteur à ne pas se laisser impressionner par les aspects cosmétiques de certains contrats de Dettes Financières.
– **tis** le Taux d'Impôt sur les Sociétés
– **cnd** Coût Net de la Dette

on a :

$$cnd = cbd * (1 - tis)$$

Figure 11 : Équation Coût Net de la Dette (cnd)

(Cf. Chap. 3 : *Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

Reprenons les chiffres déjà avancés pour notre entreprise ABC.

Avec
cbd = 7,0 %, ce qui est cohérent avec le tsr assumé (6 % ; cette entreprise emprunte donc plus cher que son Trésor national ; 1 % plus cher, ce qui est le signe d'un risque moyennement élevé)
et
tis = 30 %,

on a :

$$cnd = (1 - 30\ \%) * 7{,}0\ \% = 70\ \% * 7{,}0\ \% = 4{,}9\ \%$$

Le coût de la dette doit être considéré comme un coût d'opportunité (c'est-à-dire le coût que devrait supporter l'entreprise si elle devait emprunter à la date de l'étude) et non un coût historique. Il ne sert à rien de faire la moyenne pondérée des taux payés par l'entreprise sur chacun de ses contrats de prêts. Il convient plutôt de répondre à la question : si l'entreprise devait reconstituer aujourd'hui la totalité de son endettement, à quel taux le ferait-elle ?

Ce coût est calculé net de l'impôt sur les sociétés. Puisque les charges d'intérêts au profit des créanciers, à la différence des dividendes versés aux actionnaires, sont déductibles du résultat imposable, seul le net est bien pertinent. Tout se passe comme si la collectivité nationale offrait une subvention à l'endettement en rendant la rémunération des créanciers déductible. Pour rendre comparables entre elles les rémunérations des différents investisseurs : créanciers et actionnaires, il faut les exprimer sur une base nette après impôt.

Dans l'exemple précédent, le coût réel économique de la dette pour l'entreprise ABC étudiée ici n'est pas le taux facial apparaissant sur le contrat de prêt : 7 %, mais 4,9 %.

Le deuxième Coût du Capital de l'entreprise est tout simplement le coût de l'endettement financier. Cette notion est suffisamment traditionnelle pour que nous ne nous y attardions pas plus.

2.3 Le troisième Coût du Capital : le Coût des Fonds Propres ou cfp

Avant de poursuivre le raisonnement on note, en plus des notations déjà utilisées :

– **IFP** Indice de risque des Fonds Propres ; traditionnellement appelé bêta ; nous récusons par avance l'analogie avec cette notion comme le lecteur le verra plus tard ; il oscille pour la majorité des entreprises entre 0,7 et 2 : un IFP supérieur à un correspond à une entreprise dont les fluctuations de rendement sont amplifiées par rapport à celles du marché ; un IFP inférieur à un correspond au contraire à des variations amorties par rapport à celles du marché.

Par analogie avec le cae, on peut donner une formulation de cfp comme suit :

$$cfp = tsr + IFP * prm$$

Figure 12 : Équation Coût des Fonds Propres (cfp)

Avec
tsr = 6 %,
IFP = 1,5 (ceci est cohérent avec le fait que nous ayons déjà signalé pour la dette que cette entreprise présente un risque moyennement élevé) ; nous verrons plus loin dans ce même chapitre comment connaître cette donnée,
et
prm = 5 %,

on a :

$$cfp = 6\,\% + 1{,}5 * 5\,\% = 6\,\% + 7{,}5\,\% = 13{,}5\,\%.$$

Le Coût des Fonds Propres est le troisième Coût du Capital. On pourrait lui donner une représentation illustrée semblable au graphique ci-dessus concernant le Coût de l'Actif Économique en remplaçant IRO par IFP.

Dans notre exemple de l'entreprise ABC, le Coût des Fonds Propres est de 13,5 %. Rappelons qu'il s'agit d'un taux après impôt. Le Coût des Fonds Propres est donc **très** élevé. De plus ce taux est **beaucoup** plus cher que la dette qui, rappelons-le, dans ce même exemple, a un coût de « seulement » 4,9 % après impôt. Les Fonds Propres sont **toujours** beaucoup plus chers que la Dette Financière. En effet, leur coût respectif varie en fonction du niveau général des taux d'intérêt représenté par le Taux Sans Risque.

Nous userons d'une image. Les entreprises sont inscrites au concours du saut à la perche et non à celui du saut en hauteur : sauter 4 m constituerait une véritable prouesse pour un sauteur en hauteur mais ne permettrait même pas une qualification pour un sauteur à la perche. Le résultat comptable n'est évidemment pas un bon critère de rentabilité

des entreprises. N'importe quelle SARL au capital légal minimum soit FRF 50 000 qui ferait FRF 1 symbolique de résultat net comptable serait bien profitable au sens traditionnel du terme. Cependant serait-elle suffisamment profitable, en particulier suffisamment pour attirer les nouveaux investisseurs requis pour financer sa croissance, elle-même nécessaire au développement de l'emploi ? Évidemment non ! Un rendement de 1/50 000 annuel soit 0,002 % n'attirerait aucun investisseur, car il s'apparenterait plus à un don qu'à un investissement. Ainsi donc, à moins de 10-12 % de rendement des Fonds Propres aujourd'hui une entreprise n'est pas véritablement profitable, c'est-à-dire dans un sens économique. Or, malheureusement pour notre pays, de très (trop !) nombreuses entreprises n'atteignent même pas ce niveau minimum de profitabilité (en dépit de résultats comptables mirifiques).

Si le Taux Sans Risque baissait à 3 %, le Coût des Fonds Propres de cette même entreprise ABC s'établirait à 10,5 % ; si le Taux Sans Risque augmentait à 13 % comme il l'était il y a quelques années, le Coût des Fonds Propres d'ABC s'établirait à 20,5 %.

Ici encore, le Coût des Fonds Propres est égal au rendement d'un investissement sans risque plus une prime de risque. Celle-ci est calculée par référence à la Prime de Risque du Marché via un coefficient retraçant le risque spécifique des Fonds Propres de l'entreprise analysée. Cette prime de risque rémunère le risque pris par l'investisseur lorsqu'il acquiert les titres d'une entreprise ; elle est fonction de la plus ou moins grande sensibilité de ces titres (ou plus exactement de la sensibilité de leur rendement) aux fluctuations du marché ; cette sensibilité dépend du risque opérationnel de l'entreprise déjà étudié et de sa structure financière (ratio d'endettement) comme nous le verrons ci-après.

2.4 Impact de l'effet de levier sur le Coût des Fonds Propres

Le risque des Fonds Propres n'est autre en première instance que le risque de l'Actif Économique. Ce risque opérationnel est bien indépendant de la structure de financement de l'entreprise. Selon le principe de Lavoisier (rien ne se crée, rien ne se perd, tout se transforme), le risque de l'Actif se transfère au Passif. Il se répartit entre les deux éléments constituant le Passif de manière inégale. Ce qui change c'est la répartition du risque entre les investisseurs-actionnaires et les investisseurs-créanciers. Comme les créanciers sont

prioritaires sur les actionnaires tant en termes de flux (l'entreprise ne peut payer de dividendes qu'après avoir payé des intérêts) qu'en termes de stocks (l'entreprise ne peut « rembourser » son capital qu'après avoir remboursé ses dettes), on se trouve placé face à un système assez traditionnel de queue : plus il y a de créanciers, plus le risque est grand pour les actionnaires de ne pas être payés. En conséquence, les actionnaires assument un risque non seulement supérieur à celui des créanciers mais supérieur même à celui du métier qu'ils entreprennent en raison de la priorité qu'ils accordent aux créanciers. Les actionnaires qui n'ont pas de créanciers devant eux supportent seulement le risque opérationnel de l'entreprise. Réciproquement, les créanciers qui n'ont aucun actionnaire derrière eux, supportent la totalité du risque opérationnel de l'entreprise. Par contre les créanciers qui ont de nombreux actionnaires derrière eux, considéreront légitimement qu'ils ne prennent quasiment aucun risque : leurs (faibles) créances seront toujours honorées grâce au (fort) support des actionnaires.

Si l'entreprise est entièrement financée par Fonds Propres, on conçoit donc aisément que son Coût des Fonds Propres ne soit autre que son Coût de l'Actif Économique (la formulation mathématique serait : cfp = cae ou encore IFP = IRO lorsque DF = 0 ou encore CI = FP).

On peut donc écrire de manière plus générale que le Coût des Fonds Propres est supérieur au Coût de l'Actif Économique d'une prime de risque due à la structure financière propre à l'entreprise étudiée.

On peut noter :

$$\boxed{\text{cfp} = \text{cae} + \text{prf}}$$

Figure 13 : Équation Coût des Fonds Propres et Prime de Risque Financier

avec

prf : Prime de Risque Financier, la rémunération supplémentaire à laquelle ont droit les actionnaires compte tenu du risque plus grand qu'ils prennent en accordant la priorité aux créanciers.

Soit dans le cas de notre entreprise ABC :

cae = 11,5 %
cfp = 13,5 %
prf = 13,5 % – 11,5 % = 2 %

On peut relier cette notion au classique « effet de levier » par la formule (le lecteur nous fera grâce de la démonstration

qu'il trouvera dans n'importe quel –bon !– livre de Finance moderne) :

$$prf = (1 - tis) * (cae - cbd) * DF/FP$$

Figure 14 : Équation Prime de Risque Financier et effet de levier

Avec notre exemple de l'entreprise ABC, on peut vérifier que :

avec :

tis = 30 %
cae = 11,5 %
cbd = 7 %
DF = 4 000 €
FP = 6 000 €

on a bien :

2 % = (1-30 %) * (11,5 %-7 %) * 4 000/6 000,

aux arrondis près.

On voit que cette prime est d'autant plus grande que l'entreprise est plus endettée. Il y a donc un effet de balancier : même si un nouvel investissement marginal est intégralement financé avec de la dette, son Coût du Capital n'est pas celui de la dette. Car en augmentant son endettement, l'entreprise augmente le coût de ses Fonds Propres ; la Prime de Risque Financier augmente. Le coût de ses Fonds Propres s'accroîtra avec son endettement et pourra atteindre des niveaux très élevés (30 ; 35 ; 40 %), comme on le verra ci-après.

2.5 Prime de Risque du Marché

Le chiffre de 5 % de la Prime de Risque du Marché ne résulte d'aucun arbitraire. Il provient des statistiques et raisonnements suivants.

Les arbitrages internationaux entre différents marchés tendent à une égalisation de cette prime de risque « nationale », du moins entre pays « développés ». Cette prime représente le surcroît de rémunération sur un investissement en actions d'entreprises d'un pays par rapport à un investissement en bons du Trésor du même pays. En effet, pourquoi un investisseur donné obtiendrait-il pour un tel surcroît de rémunération un montant différent selon que son investissement est aux États-Unis, en Angleterre ou en France ? En tout état de cause, on conçoit mal qu'un investisseur international exige pour la France une prime inférieure à celle qu'il peut obtenir sur le marché américain, compte tenu de l'instabilité supplé-

mentaire de l'environnement politico-juridico-économique que présente souvent notre pays.

Aux États-Unis, depuis l'article de Roger G. Ibbotson et Rex A. Sinquefield « *Stocks, Bonds, Bills and Inflation : year by year historical returns (1926-1974)* » Journal of Business 49, n° 1 (janvier 1976) p. 11-47 (actualisé annuellement depuis dans un *Yearbook* chez Ibbotson Associates – Chicago), cette prime de risque est estimée à un niveau supérieur à 6 %. La même méthodologie que nous avons appliquée aux séries de données françaises pour les classements selon la Création de Valeur publiés par *L'Expansion* déjà évoqués, donne un chiffre statistiquement non différent du chiffre américain, en raison des inévitables intervalles d'incertitude sur lesquels débouche ce genre de calcul statistique.

Cependant il convient de noter que ces études reposent sur des statistiques remontant au début de ce siècle. Il est certain que la même méthodologie appliquée à des périodes plus récentes donne, tant pour les États-Unis que pour la France, des chiffres plus proches de 4 %.

Cependant, ces auteurs américains préfèrent la référence « longue » et nous souscrivons à cette préférence. En effet, cette prime de risque est destinée à compenser les risques qui affecteront la rentabilité future des investissements d'aujourd'hui. Or un investisseur ne sait pas de quoi l'avenir sera fait et il ne peut donc qu'estimer cette prime.

Cet investisseur peut très bien se dire : « Si je regarde les 80 ans passés, tout type d'événement s'est produit : expansion-récession, inflation-déflation, paix-guerre… Or, les 6 % mesurés sur cette période m'ont bien compensé pour les risques subis. La probabilité est faible pour que dans les x années à venir, il se produise un événement d'un type nouveau qui ne se soit pas déjà produit sous une forme analogue dans cette longue période passée. En revanche, ce serait un pari téméraire que d'exclure *a priori* pour les x années à venir tel ou tel risque survenu dans le passé. La prime de risque bonne dans le passé devrait donc s'avérer adéquate pour l'avenir aussi. ».

En prenant 4 %, un utilisateur du modèle indique implicitement que, d'après lui, le raisonnement des investisseurs serait plutôt le suivant : « Les x années à venir ressembleront aux 30 dernières années plutôt qu'aux 80 dernières années. Je prends donc la prime de risque de cette période passée réduite pour me couvrir des risques que j'anticipe pour l'avenir. ».

Cette opinion est tout aussi respectable que celle à laquelle nous adhérons. Aucun élément objectif et donc mesurable n'existe pour dire laquelle de ces deux opinions est plus proche de la vérité. Il s'agit donc d'une décision de gestion de l'utilisateur du modèle considéré.

Certains analystes utilisent donc ce chiffre de 6 % pour le cas français. Cependant force est de constater que la réaction traditionnelle face à ce chiffre est en France au mieux d'un scepticisme poli et plus couramment d'une grande colère. Nous ne nous attarderons pas sur les raisons valables ou honteuses suscitant ces réactions. Afin de ne pas trop choquer nos interlocuteurs, nous adoptons de manière assez générale le chiffre rond de 5 % utilisé dans nos exemples ci-dessus.

2.6 Le quatrième Coût du Capital : le Coût Moyen du Capital ou cmc

Le Coût Moyen du Capital ou cmc est égal à la moyenne pondérée des coûts de l'ensemble des sources de financement (Fonds Propres FP et Dettes Financières DF) selon les proportions dans lesquelles elles financent le total des Capitaux Investis CI. C'est le *wacc* ou *Weighted Average Cost of Capital* bien connu des anglo-saxons ou des étudiants d'écoles de commerce.

On peut donc écrire avec les notations déjà utilisées :

cmc = cfp * FP/CI + cnd * DF/CI

Figure 15 : Équation Coût Moyen du Capital (cmc) – première formulation

Soit dans notre exemple numérique de l'entreprise ABC :

avec :

cfp = 13,5 %
FP = 6 000 €
CI = 10 000 €
cnd = 4,9 %
DF = 4 000 €,

on a :

cmc = 13,5 %*6 000/10 000 + 4,9 %*4 000/10 000 = 10,06 %,

que nous arrondirons à 10 % dans la suite de cet ouvrage.

Ici encore, nous ne méconnaissons pas le débat entre partisans d'une pondération aux valeurs comptables et partisans d'une pondération aux Valeurs de Marché. D'un strict point de vue académique, il va de soi que l'orthodoxie est du côté des Valeurs de Marché. Mais dans la pratique, en particulier

pour les sociétés non cotées, on doit le plus souvent se contenter des valeurs comptables.

Ce même Coût Moyen du Capital ou cmc peut s'écrire dans une seconde formulation (le lecteur nous pardonnera de ne pas l'ennuyer avec la démonstration correspondante) :

$$cmc = cae * (1 - tis * DF/CI)$$

Figure 16 : Équation Coût Moyen du Capital (cmc) – deuxième formulation

On vérifie le chiffre trouvé précédemment pour l'entreprise ABC que nous prenons en exemple :

avec :

cae = 11,5 %
tis = 30 %
DF = 4 000 €
CI = 10 000 €

on a bien :

$$cmc = 11{,}5\ \% * (1 - 30\ \% * 4\,000/10\,000)$$
$$= 11{,}5\ \% * (1 - 12\ \%) = 10\ \%.$$

Cette seconde formulation permet de dégager une conclusion opérationnelle très importante. À Coût de l'Actif Économique égal, une même entreprise verra son Coût Moyen du Capital décroître en fonction de son recours accru à l'endettement grâce à la subvention que lui offre la collectivité nationale en lui autorisant la déduction des intérêts de son résultat imposable.

Cette formulation permet de répondre au moins partiellement à la question de la structure financière optimale : du seul point de vue de la notion de Coût du Capital, la structure financière optimale est celle qui incorpore le montant de Capital-action symbolique minimum et le montant de Capital-dette maximum. Il est clair que d'autres points de vue doivent être pris en considération comme la notion de solvabilité. Nous ne traiterons pas ici ces autres points de vue. Les entreprises françaises qui n'ont eu de cesse ces dernières années de réduire leur endettement ont ainsi pris des décisions contraires à leur intérêt de ce point de vue. Les entreprises françaises qui ces temps derniers ont pris la décision de racheter leurs propres actions agissent dans la bonne direction, du moins du point de vue de leur Coût du Capital.

Tant qu'une entreprise reste dans des ratios raisonnables d'endettement, très loin du risque de faillite, l'entreprise peut baisser son Coût du Capital en s'endettant plus.

Dans notre exemple numérique, on voit qu'on passe d'un Indice de Risque Opérationnel, IRO = 1,1, soit un risque à peine plus élevé que la moyenne du marché, à un Indice de risque des Fonds Propres incluant le risque financier, IFP = 1,5, soit un risque nettement plus élevé que la moyenne du marché, en raison de l'endettement de l'entreprise (pourtant assez modéré). Cependant, le Coût Moyen du Capital 10 % est bien moindre que celui de l'Actif Économique 11,5 %, précisément en raison de ce même endettement.

Voici donc le quatrième Coût du Capital. C'est en fait le seul important. Tous les précédents ne sont que des constituants de ce dernier. Sauf précision contraire, le terme « Coût du Capital » fera référence à cette dernière notion cmc dans sa seconde formulation.

3 Pratique du calcul du Coût du Capital

Pour déterminer le Coût Moyen du Capital, il est important de mesurer en premier lieu le Coût de l'Actif Économique. En effet, cet élément tient compte uniquement de ce qui définit l'entreprise, à savoir son Actif. De plus, le Coût Moyen du Capital, dans sa seconde formulation, peut être calculé pour n'importe quelle entreprise même non cotée ou pour n'importe quelle subdivision d'entreprise cotée.

La première formulation du Coût Moyen du Capital demande, quant à elle, de connaître le Coût des Fonds Propres et donc leur indice de risque. Or cet indice de risque ne peut être déterminé que par des méthodes statistiques appliquées à des données publiques donc de sociétés cotées. Ceci constitue une limitation importante. Ensuite, ces méthodes statistiques appliquées à une entreprise particulière donnent des résultats sujets à caution. Les spécialistes intéressés connaissent les polémiques que suscite le bêta. De plus, les ordres de grandeur auxquels mènent les niveaux d'endettement constatés dans la pratique des affaires, ne permettent pas de donner aux utilisateurs de ce modèle les réflexes nécessaires à la manipulation des indices de risque pour ces niveaux d'endettement très élevés.

En revanche, la seconde formulation du Coût Moyen du Capital demande de connaître l'Indice de Risque Opérationnel afin de déterminer le Coût de l'Actif Économique. Or, cet indice de risque peut être déterminé par une méthode statistique. Pour cela, il est nécessaire de travailler sur de larges échantillons d'entreprises cotées d'un même secteur et sur

une liste de secteurs (environ 50). Après élimination de divers biais statistiques et erreurs ou incertitudes de mesure, on peut déduire de leur Indice de risque des Fonds Propres, leur Indice de Risque Opérationnel sous-jacent en « extrayant » l'impact de leur endettement particulier et en arrivant ainsi à cette situation idéale limite de l'entreprise entièrement financée par Fonds Propres.

Un traitement statistique ultérieur (analyse en composantes principales) permet d'affecter la différence entre l'indice de risque réel d'une entreprise et l'indice de risque moyen de son secteur à des éléments bilantiels. Dériver ces éléments constitutifs de l'Indice de Risque Opérationnel ne procède donc d'aucun jugement de valeur *a priori* mais seulement d'une lecture approfondie et détaillée de la réalité des marchés *a posteriori*.

Après élimination des éléments insignifiants, on constate que les éléments bilantiels significatifs dans l'Indice de Risque Opérationnel sont environ une trentaine et qu'ils peuvent être regroupés en quatre catégories : opérations, stratégie, gestion des actifs, taille et diversité. Le risque lié à la gestion des actifs se subdivise lui-même en quatre : Besoin en Fonds de Roulement, intensité capitalistique, ancienneté des actifs, durée de vie des actifs. Nous reviendrons sur ces points plus loin dans cet ouvrage.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

Ainsi mesurer l'Indice de Risque Opérationnel d'une entreprise donnée (certainement non cotée) revient à :

– assigner cette entreprise à un secteur parmi la cinquantaine mis en évidence,
– déterminer « les plus ou les moins » de risques apportés par ses caractéristiques bilantielles propres en les comparant aux moyennes de son secteur sur la base des critères indiqués ci-dessus,
– ajouter ou soustraire ces résultats partiels à l'indice de risque sectoriel moyen.

Des logiciels permettent ce genre de calcul car ils intègrent les résultats de la recherche statistique indiquée, que ce soit en termes de distinction sectorielle ou en termes d'analyse des caractéristiques particulières d'une entreprise donnée au sein de son secteur.

Ainsi, il y a quelques années, l'Indice de Risque Opérationnel (IRO) du secteur industriel « ordinateurs » était de 0,8. Compte tenu des caractéristiques propres à leur exploitation respective (hors question d'endettement donc), l'indice de risque d'IBM était de 0,7 (légèrement inférieur à la moyenne sectorielle) et celui d'Apple de 1,4 (nettement supérieur à la

moyenne sectorielle). C'est ainsi qu'à l'époque, on pouvait dire qu'Apple était deux fois plus risquée qu'IBM (ce qu'intuitivement on anticipait).

Supposons l'Indice de Risque Opérationnel (IRO) déterminé pour l'entreprise étudiée. Pour cela, on aura soit réalisé les calculs détaillés expliqués ci-dessus soit décidé de son niveau par référence à des « pairs » en consultant des bases de données tenues par des cabinets de conseil en évaluation de sociétés ou par des sociétés de Bourse ou par des banques d'affaires. Autant l'avouer sans langue de bois, une telle démarche est entachée d'une certaine incertitude, quel que soit l'objectivité de la démarche et la validité des références utilisées. Quoi qu'il en soit, et en particulier si on ne peut accéder à cette recherche statistique, la détermination de cet indice est une décision de gestion.

Puisqu'on connaît le Taux Sans Risque (tsr) et la Prime de Risque du Marché (prm), on peut calculer le Coût de l'Actif Économique (cae) grâce à l'équation ci-dessus. Connaissant le Coût de l'Actif Économique, et connaissant le Taux d'Impôt sur les Sociétés tis ainsi que la structure financière de l'entreprise c'est-à-dire le ratio des Dettes Financières aux Capitaux Investis (DF/CI), on peut calculer le Coût Moyen du Capital (cmc) dans sa deuxième formulation.

Grâce à la seconde formulation du Coût Moyen du Capital, on peut calculer l'impact de la décision de financement sur le Coût Moyen du Capital. Différents ratios d'endettement donneront différents Coûts Moyens du Capital en raison du seul avantage fiscal lié à la dette et sans avoir à connaître le coût individuel de chacune des sources de financement (Dettes Financières ou Fonds Propres) ayant servi à constituer les Capitaux Investis de l'entreprise.

Connaissant le Coût Moyen du Capital (cmc) et le Coût Net de la Dette (cnd), on peut, grâce à la première formulation du Coût Moyen du Capital, calculer le Coût des Fonds Propres (cfp), même dans le cas d'une société non cotée ou d'une subdivision d'une entreprise cotée. Grâce aux formules ci-dessus, on peut déduire l'Indice de risque des Fonds Propres (IFP) et la Prime de Risque Financier (prf).

Le tout peut être réalisé très simplement en ayant seulement recours aux comptes de l'entreprise étudiée sur cinq ans (historique et/ou projection) afin d'accéder aux résultats de la recherche statistique décrite ci-dessus pour la détermination de l'Indice de Risque Opérationnel.

Nous l'avons vu, l'Indice de Risque Opérationnel (IRO) finalement utilisé pour débuter la séquence de calcul détaillée ci-dessus est retenu au terme d'une décision de gestion. De même, la Prime de Risque de Marché (prm) est elle aussi l'objet d'une décision de gestion. Ce qui revient à dire que le Coût Moyen du Capital (cmc), lui-même, résulte d'une décision de gestion.

4 Résultats numériques du Coût du Capital

Le Coût de la Dette est assez facile à estimer à un instant donné pour un professionnel de la finance un tant soit peu connaisseur de l'entreprise analysée et de son secteur. Dans les pays où il existe un marché des dettes assez développé la référence au prix constaté sur ce marché permet de déterminer cet élément même pour une entreprise dont la dette n'est pas négociable.

Du moins le Coût Brut de la Dette est facile à estimer pour des ratios d'endettement « raisonnables » ou « traditionnels ». Au-delà, cette estimation présente plus de difficultés. En effet, le seul élément de raisonnement dont on dispose est le suivant. S'il était possible d'avoir une entreprise financée exclusivement par de l'endettement (sans Fonds Propres aucuns donc), le Coût Brut de la Dette serait nécessairement égal au Coût de l'Actif Économique. Les créanciers prennent en effet dans cette situation la totalité du risque de l'entreprise. La question est donc de savoir comment dans la pratique le Coût de la Dette converge vers le Coût de l'Actif Économique.

La marge du Coût de la Dette au-dessus du Taux Sans Risque croît à partir d'un niveau initial (soit cbd = tsr + marge). Cette marge (ou *spread*) initiale dépendra du secteur et de la taille de l'entreprise. Elle donnera, à la borne inférieure soit pour le premier Euro de dette, son coût au-dessus du taux des bons du Trésor de même durée. À la borne supérieure soit lorsque les Capitaux Investis de l'entreprise tendent à être constitués exclusivement par de la dette, cette marge doit être telle que le Coût Brut de la Dette égale le Coût de l'Actif Économique (soit marge limite = cae – tsr).

Dans les tableaux et graphiques suivants, l'hypothèse (que nous croyons assez réaliste) qui consiste à dire que cette marge croît comme une fonction polynomiale du ratio d'endettement est faite. Soit en termes mathématiques : marge = f<(DF/CI)^n>. n est le facteur de convergence. n = 1 donne une convergence linéaire, c'est-à-dire que la courbe du Coût Brut de la Dette serait la droite reliant le point représentatif de (tsr + marge initiale) au coût de l'Actif Économi-

que. Plus n augmente et plus la concavité de la courbe du Coût Brut de la Dette augmente (plus la courbe sera aplatie au niveau des ratios d'endettement proches de 0 pour croître rapidement au niveau des ratios d'endettement proches de 1).

Les facteurs de convergence 2 ou 3, montrés dans les tableaux et graphiques suivants, donnent pour cette marge des formes de courbes qui nous paraissent « sympathiques », en fonction de notre expérience de banque commerciale. Par ailleurs, on retrouve des ordres de grandeur cohérents avec les marchés de la dette tels qu'ils existent aux États-Unis où les systèmes de notation de la dette sont très usités et où il existe un marché animé de dettes à fort risque (*junk bonds*). De plus, avec ces facteurs de convergence, les niveaux auxquels on arrive pour le Coût des Fonds Propres semblent correspondre à une certaine réalité du marché du capital risque ou des opérations à fort levier d'endettement (RES ou *LBO*).

Dans ces tableaux et graphiques, les quatre Coûts du Capital décrits dans le présent paragraphe pour différents niveaux d'endettement sont calculés et illustrés. Les autres paramètres des calculs sont considérés de manière fixe : Taux Sans Risque tsr = 6 %, Indice de Risque Opérationnel IRO = 1,1 (rappelons que notre entreprise ABC n'est donc pas très risquée), Prime de Risque de Marché prm = 5 %, Taux d'Impôt sur les Sociétés tis = 30 %. Ces paramètres donnent donc un Coût de l'Actif Économique cae = 11,5 % (rappelons-le, ce coût est indépendant de l'endettement ; il ne dépend que de l'exploitation). Par ailleurs l'hypothèse est prise que cette entreprise paierait sur ses crédits dès le premier Euro d'endettement une marge sur le Taux Sans Risque égale à 0,5 % (relativement élevée, ce qui est cohérent avec le niveau élevé de l'indice de risque).

Cette marge croît ensuite vers le niveau qui va égaler le Coût Brut de la Dette cbd avec le Coût de l'Actif Économique pour un niveau d'endettement limite de 100 %, ou encore pour un niveau de Fonds Propres symbolique. Cette croissance est réalisée pour deux facteurs de convergence, n = 2 et n = 3, comme nous l'avons indiqué plus haut dans ce même chapitre.

On en déduit alors automatiquement, tous les autres Coûts du Capital, les Coûts Brut et Net de la Dette cbd et cnd, le Coût Moyen du Capital cmc, le Coût des Fonds Propres cfp, grâce aux formules exposées dans les paragraphes précédents et selon la méthode pratique énoncée plus haut dans ce même chapitre aussi.

AE	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
DF	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	99	99,900000	99,990000	99,999000	99,999900	99,999990	99,999999
FP	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	1	0,100000	0,010000	0,001000	0,000100	0,000010	0,000001
Tsr	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %	6,00 %
IRO	1,10																
Prm	5,00 %																
Cae	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %	11,50 %
Tis	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %	30,00 %
CONV.1	**2**																
Marge 1	0,50 %	0,55 %	0,70 %	0,95 %	1,30 %	1,75 %	2,30 %	2,95 %	3,70 %	4,55 %	5,40 %	5,490005 %	5,499000 %	5,499900 %	5,499990 %	5,499999 %	5,500000 %
cbd 1	6,50 %	6,55 %	6,70 %	6,95 %	7,30 %	7,75 %	8,30 %	8,95 %	9,70 %	10,55 %	11,40 %	11,490005 %	11,499000 %	11,499900 %	11,499990 %	11,499999 %	11,500000 %
cnd 1	4,55 %	4,59 %	4,69 %	4,87 %	5,11 %	5,43 %	5,81 %	6,27 %	6,79 %	7,39 %	7,98 %	8,043004 %	8,049300 %	8,049930 %	8,049993 %	8,049999 %	8,050000 %
cmc 1	11,50 %	11,16 %	10,81 %	10,47 %	10,12 %	9,78 %	9,43 %	9,09 %	8,74 %	8,40 %	8,08 %	8,053450 %	8,050345 %	8,050035 %	8,050003 %	8,050000 %	8,050000 %
Cfp 1	11,50 %	11,89 %	12,34 %	12,87 %	13,46 %	14,13 %	14,86 %	15,67 %	16,54 %	17,49 %	18,40 %	18,489504 %	18,498950 %	18,499895 %	18,499990 %	18,499999 %	18,500000 %
Prf 1	0,00 %	0,38 %	0,84 %	1,37 %	1,96 %	2,63 %	3,36 %	4,17 %	5,04 %	5,99 %	6,90 %	6,989504 %	6,998950 %	6,999895 %	6,999990 %	6,999999 %	7,000000 %
IFP 1	1,10	1,18	1,27	1,37	1,49	1,63	1,77	1,93	2,11	2,30	2,48	2,497901	2,499790	2,499979	2,499998	2,500000	2,500000
CONV.2	**3**																
Marge 2	0,50 %	0,51 %	0,54 %	0,64 %	0,82 %	1,13 %	1,58 %	2,22 %	3,06 %	4,15 %	5,35 %	5,485015 %	5,498500 %	5,499850 %	5,499985 %	5,499999 %	5,500000 %
cbd 2	6,50 %	6,51 %	6,54 %	6,64 %	6,82 %	7,13 %	7,58 %	8,22 %	9,06 %	10,15 %	11,35 %	11,485015 %	11,498500 %	11,499850 %	11,499985 %	11,499999 %	11,500000 %
cnd 2	4,55 %	4,55 %	4,58 %	4,64 %	4,77 %	4,99 %	5,31 %	5,75 %	6,34 %	7,10 %	7,95 %	8,039510 %	8,048950 %	8,049895 %	8,049990 %	8,049999 %	8,050000 %
cmc 2	11,50 %	11,16 %	10,81 %	10,47 %	10,12 %	9,78 %	9,43 %	9,09 %	8,74 %	8,40 %	8,08 %	8,053450 %	8,050345 %	8,050035 %	8,050003 %	8,050000 %	8,050000 %
cfp 2	11,50 %	11,89 %	12,37 %	12,96 %	13,68 %	14,56 %	15,62 %	16,87 %	18,33 %	20,04 %	21,79 %	21,979014 %	21,997900 %	21,999790 %	21,999979 %	21,999998 %	22,000000 %
prf 2	0,00 %	0,39 %	0,87 %	1,46 %	2,18 %	3,06 %	4,12 %	5,37 %	6,83 %	8,54 %	10,29 %	10,479014 %	10,497900 %	10,499790 %	10,499979 %	10,499998 %	10,500000 %
IFP 2	1,10	1,18	1,27	1,39	1,54	1,71	1,92	2,17	2,47	2,81	3,16	3,195803	3,199580	3,199958	3,199996	3,200000	3,200000

Tableau 6 : Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement et selon deux facteurs de convergence

On en déduit la Prime de Risque Financier, c'est-à-dire le surcroît de rémunération que sont en droit d'attendre les actionnaires pour les rémunérer du supplément de risque qu'ils prennent en acceptant d'endetter l'entreprise et donc en acceptant que des créanciers les précèdent en priorité sur les flux et les stocks monétaires de l'entreprise. Comme on le constatera, cette prime devient assez rapidement substantielle.

De nombreux lecteurs seront surpris par ces ordres de grandeurs, car ils sont bien supérieurs aux niveaux traditionnellement utilisés dans les entreprises, même dans les rares entreprises qui maîtrisent bien les concepts énoncés.

On retrouve les ordres de grandeur des chiffres calculés précédemment au ratio d'endettement de 4 000 € de Dettes Financières pour 10 000 € de Capitaux Investis.

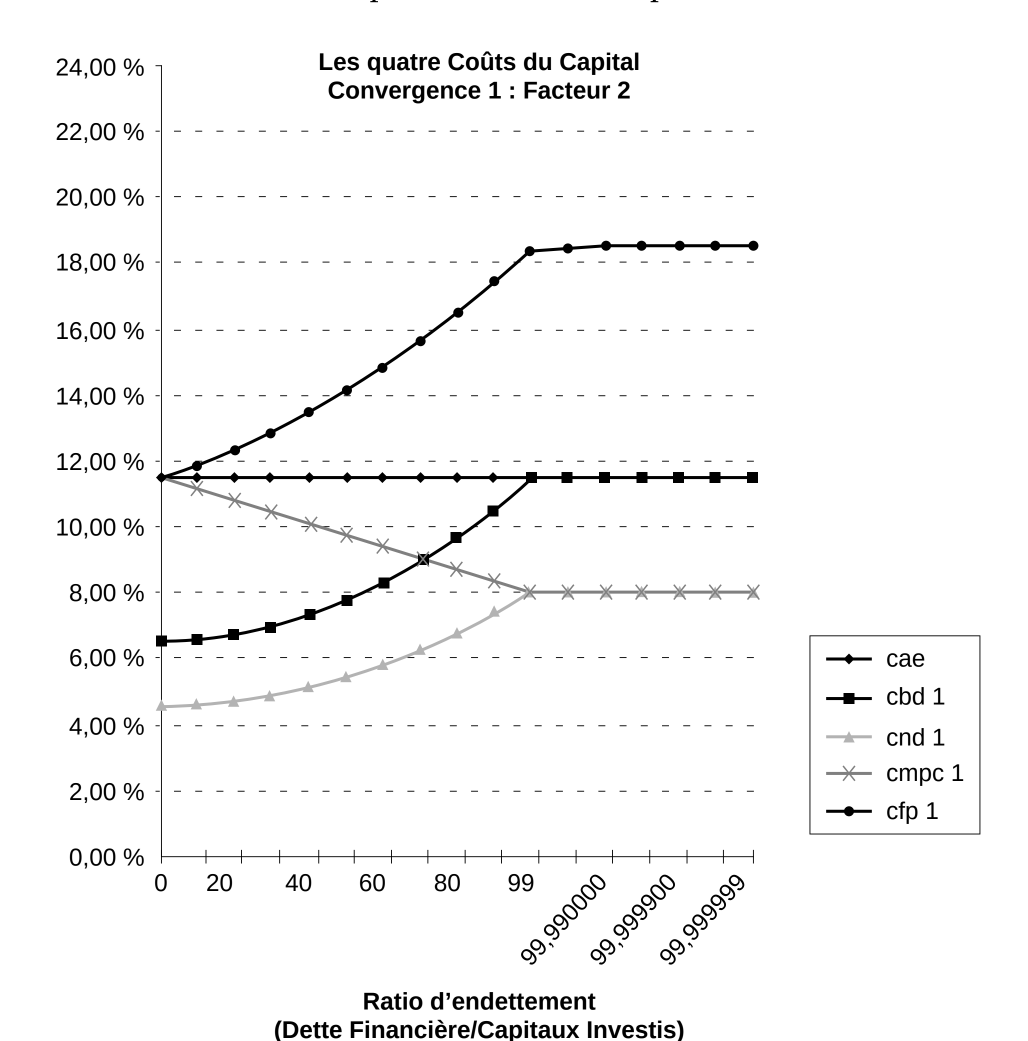


Figure 17 : Graphique n° 1 Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement selon le facteur de convergence 2

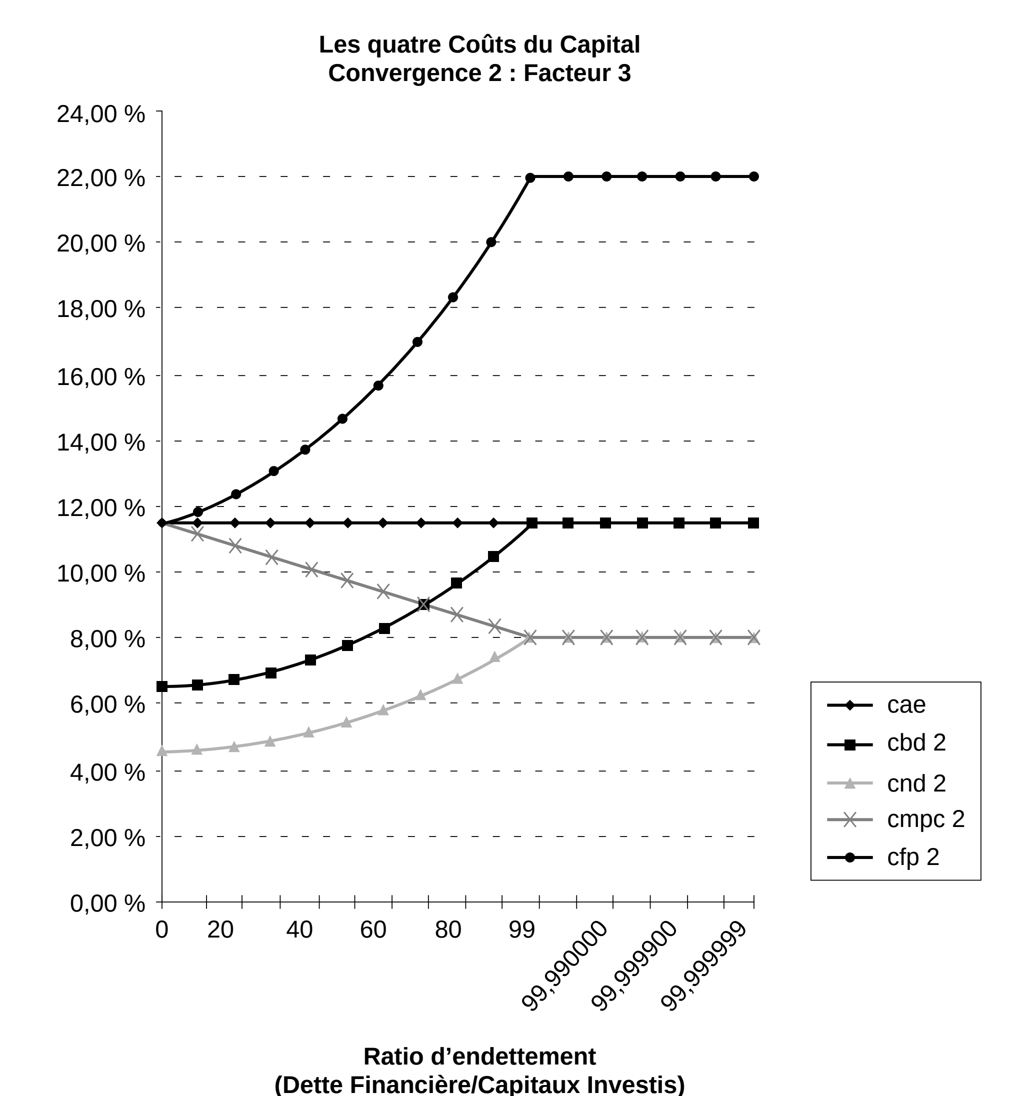


Figure 18 : Graphique n° 2 Évolution des quatre Coûts du Capital en fonction de l'endettement selon le facteur de convergence 3

Le point important démontré par ces formules et ces courbes est que le Coût des Fonds Propres tend vers une limite certes élevée, mais finie néanmoins. Dans certaines hypothèses, cette limite peut être calculée numériquement à défaut d'en donner une formulation algébrique.

Par ailleurs, la pratique du monde des affaires pour calculer le Coût Moyen du Capital est d'utiliser la première formulation évoquée ci-dessus. Or les praticiens ont du mal à admettre la très forte progressivité du Coût des Fonds Propres avec le ratio d'endettement. Les entreprises françaises ont souvent un ratio d'endettement assez élevé, et en tout état de cause plus élevé que leurs homologues internationaux et notam-

ment anglo-saxons. En conséquence, on utilise souvent des Coûts du Capital et notamment des Coûts des Fonds Propres notoirement sous-évalués par rapport aux réalités des marchés. Avec toutes les conséquences désastreuses que ceci peut avoir sur la santé des entreprises françaises et de l'économie de la France plus généralement.

Ce Coût du Capital s'échelonne ces dernières années d'environ 7 % à environ 15 %, avec 80 % des entreprises comprises entre 9 % et 12 %.

L'entreprise étudiée dans les tableaux et les graphiques cidessus se situe donc dans la moyenne de l'intervalle composé par un échantillon de grandes sociétés cotées. Il donne donc des ordres de grandeur qui sont plutôt des limites inférieures pour l'immense majorité d'entreprises françaises qui sont plutôt plus petites que l'échantillon et qui ne sont pas cotées.

Le MEDAF utilisé ici pour expliquer cette importante notion du Coût du Capital indique une relation de proportionnalité entre le risque et le Coût des Fonds Propres ou de l'Actif Économique. Toutefois, cette relation de proportionnalité semble vérifiée dans la réalité des entreprises uniquement pour des niveaux de risque faibles. Cette relation de proportionnalité ne s'applique qu'à des entreprises de grande ou moyenne taille (à l'échelle américaine, c'est-à-dire avec un CA de plusieurs milliards de dollars), comme l'ont mis en évidence deux études : les travaux d'Ibbotson déjà évoqués et ceux de Price Waterhouse Coopers.

Pour les entreprises de taille inférieure, ces travaux ont mis en évidence l'existence d'une prime de risque supplémentaire. Cette prime vise à rémunérer ce que les marchés considèrent comme un risque : la petite taille. Cette prime atteint très rapidement des niveaux élevés : 5 ou 6 %. Cependant, il convient de ne pas la dupliquer avec la prise en compte d'un indice de risque élevé.

De même certaines études mettent en lumière des primes de risque pour manque de liquidité dans le cas des sociétés non cotées, ou des primes de risque pour manque de transparence financière dans le cas de sociétés ayant une communication financière déficiente.

Enfin, notons aussi, que de nombreux groupes confrontés à leurs investissements dans leurs filiales étrangères, ont l'habitude d'ajouter une prime de risque-pays. Celle-ci est souvent mesurée par l'écart de taux constaté sur les marchés de capitaux internationaux entre des obligations d'une certaine durée et d'une certaine devise pour le Trésor américain

et pour le pays considéré (notamment Bons Brady). Cet écart peut souvent atteindre 4 ou 5 %. Cette prime de risque supplémentaire est censée prendre en considération les risques particuliers que prend un investisseur étranger par rapport à un investisseur local (ceux déjà pris en compte avec le Taux Sans Risque local et la Prime de Risque du Marché local) : nationalisation, contrôle des changes, déficit de la balance des paiements, dévaluation, etc. Les rentabilités souvent importantes que l'on constate sur les investissements internationaux déflatés d'un Coût du Capital ainsi calculé ne sont peut-être pas si attrayantes … Autant pour la délocalisation !

Si on mesure correctement le Coût du Capital associé à un investissement étranger, la Création de Valeur est loin d'impliquer des délocalisations. Encore une idée reçue contre la Création de Valeur qui se révèle fausse.

On conviendra qu'il est important pour les dirigeants d'une entreprise, confrontés à un intervalle d'une telle amplitude, de savoir où se situe le Coût du Capital de l'entreprise qui leur a été confiée en gestion.

En particulier, il faut que les dirigeants français se méfient des chiffres ronds. Le chiffre de 15 % souvent cité n'a rien de magique, même s'il est vrai qu'il est communément évoqué. Il peut être très élevé pour telle entreprise. Mais il peut aussi être substantiellement trop faible pour telle autre ; une PME à forte croissance dans un secteur innovant ne devrait pas être surprise qu'un investisseur en capital lui demande aujourd'hui 20 ou 25 % de Rendement sur Fonds Propres (*return on equity* ou ROE) de manière totalement justifiée d'un point de vue économique : selon son secteur, selon l'époque, selon son endettement, selon sa taille, selon sa flexibilité, etc. Il faut se méfier tout autant des appartenances à des clubs ou des effets de taille. Beaucoup de sociétés du CAC 40 ou plus généralement cotées rémunèrent insuffisamment leurs Fonds Propres alors même que leur Coût du Capital est bien inférieur à 15 % ; réciproquement de très nombreuses sociétés non cotées ou hors le CAC 40 rémunèrent leurs Fonds Propres plus que suffisamment alors même que leur Coût du Capital est bien supérieur à 15 %. Seul un calcul précis avec les outils adéquats permet de répondre à la question : quel est le coût de mes Fonds Propres et donc quelle est la rentabilité minimale que je me dois d'atteindre pour satisfaire mes investisseurs ?

À titre d'exemple, les chiffres des classements publié par *L'Expansion* et déjà évoqués (du 25-06-98 pour le dernier « fabriqué » par l'auteur), donnent pour le Coût des Fonds Propres les résultats suivants, avec toutes les réserves que ce genre d'étude mérite. Min. : 9,70 %, max. : 19,20 %, moyenne arithmétique : 13,65 %, écart type : 2,16 %, et ce avec un taux des OAT en moyenne sur 1997 de 5,56 %. Le Rendement des Capitaux Investis de cet échantillon était tel en 1997 qu'il était significativement supérieur à leur coût pour la première fois depuis de nombreuses années.

En 1998, le taux moyen des OAT se situant à 4,64 %, le coût des Fonds Propres moyen de cet échantillon se situerait plutôt à environ 12,75 %. Aujourd'hui (2000) que les OAT se situent à nouveau aux alentours de 5,5 %, les niveaux de 1997 évoqués ci-dessus pour le Coût du Capital des grandes entreprises françaises seraient de nouveau d'actualité.

La principale limite technique de la Création de Valeur tient précisément à la difficulté d'évaluer le Coût Moyen du Capital. En théorie, le calcul devrait se fonder sur des données prospectives, contestables par nature. Dans la pratique, ce sont des séries chronologiques passées qui sont utilisées : l'hypothèse implicite est que demain ressemblera à hier, ce qui dans un contexte de fortes turbulences constitue une hypothèse discutable. En cas d'erreur, le risque majeur est celui du sous-investissement ou du surinvestissement.

Pour terminer, qu'il nous soit permis de citer Keynes : « Je préfère avoir vaguement raison plutôt qu'avoir tort avec précision – *I'd rather be vaguely right than precisely wrong* ». Le Coût du Capital est une notion trop importante pour ne pas l'utiliser sous prétexte que le résultat de son calcul souffre de certaines petites imprécisions.

S'éloigner de la comptabilité en direction de l'économie, en particulier par référence au Coût du Capital, constitue une évolution dans la gestion des entreprises d'une importance telle et présentant des avantages tels que les imprécisions pratiques de calcul du Coût du Capital sont totalement secondaires. Surtout quand on les connaît et donc qu'on sait les utiliser à son avantage. Surtout enfin quand on raisonne en tendance, c'est-à-dire en variation d'une année sur l'autre.

Les entreprises adoptant un Système de Gestion par la Valeur doivent prendre une décision de gestion consistant en l'estimation qu'elles font de leur Coût du Capital pour chacune des Rivières de Valeur les constituant et pour chaque période d'analyse. Souvent, elles se fixent des règles simples

qui aboutissent à l'addition d'une prime de risque additive à un Taux Sans Risque : cette prime de risque est fixée pour chaque Rivière de Valeur et ne subit de modifications qu'exceptionnellement ; le Taux Sans Risque est donné pour les analyses rétrospectives comme la moyenne réellement constatée sur la période étudiée et pour les analyses prospectives comme le dernier connu à la date de l'étude.

L'explication du raisonnement suivi par l'entreprise pour fixer le Coût du Capital auquel elle se réfèrera dans le cadre de son Système de Gestion par la Valeur, constitue un élément important de sa communication financière. Il contribuera à l'opinion que se feront les analystes et investisseurs de l'entreprise. En effet, il éclairera ces derniers sur la manière dont les dirigeants appréhendent l'entreprise et ses risques.

Comme nous allons le voir maintenant, le Coût du Capital est un des constituants essentiels de la mesure de performance de l'entreprise pour évaluer sa Création de Valeur.

CHAPITRE 5

Profit Économique

La première approche interne de la Création de Valeur s'est révélée non-opérationnelle, alors même qu'elle procédait directement de l'équation fondamentale de la Finance moderne. Le recours à la notion de Profit Économique (aussi vieille que la science économique elle-même) permet de sortir de cette impasse apparente. Nous étudions donc cette deuxième approche interne. Le Profit Économique procède tout autant de l'équation fondamentale. De plus, il constitue un outil véritablement opérationnel. Tous les constituants nécessaires à son calcul sont décrits dans le détail : Capitaux Investis, REMIC, Rendement des Capitaux Investis… On démontre la supériorité de cette mesure de performance par rapport à toutes celles qu'on peut envisager dans le domaine de la Création de Valeur. En particulier, le Profit Économique ouvre des perspectives de gestion supplémentaires aux entreprises. Il constitue donc le fondement d'un Système de Gestion par la Valeur.

1 Deuxième approche interne

(Cf. *Chap. 3 : Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

La formule de la VAN des FTD est le fondement de la valorisation d'une entreprise. Mais, nous avons démontré que les FTD ne sont pas opérationnels.

Comment utiliser pratiquement une équation fondamentalement bonne quand sa formulation est inefficace, opérationnellement parlant ?

Grâce au Profit Économique ! Une vieille notion économique dont on retrouve les premiers balbutiements dans les écrits des pères fondateurs de la science économique et qui a été étoffée progressivement au fil des siècles jusqu'à nos jours.

Les personnes qui réfléchissaient à cette question à la fin des années 70 se trouvaient confrontées à un paradoxe. Elles se disaient : « on sait valoriser une entreprise, ce sont les cash-flow futurs, on sait également qu'on peut agir dessus, mais on ne peut en tirer une règle simple et opérationnelle ; si on veut l'utiliser comme règle de gestion, on tombe dans des systèmes qui sont de véritables usines à gaz, qui ne peuvent fonctionner que dans les grandes entreprises pouvant affecter les ressources financières et humaines nécessaires ».

Puis on s'est rendu compte qu'en arrangeant différemment les termes de l'équation d'actualisation des FTD, on arrivait à la transformer en actualisation des Profits Économiques (notion que l'on va expliciter ci-après). Cette transformation est détaillée plus loin dans ce même chapitre.

Or, le Profit Économique n'est pas critiquable comme le FTD. Car il est synchrone, valable pour une période, explicable à tous dans l'entreprise jusqu'aux niveaux hiérarchiques les plus bas. On peut en dériver une règle de gestion simple : positif ou en croissance c'est bien, négatif ou en baisse c'est mal. Le Profit Économique constitue donc un véritable outil de gestion pour l'entreprise. On peut donc fonder un Système de Gestion par la Valeur sur le Profit Économique.

Nous allons donc définir maintenant les différents éléments constitutifs du Profit Économique.

2 Capitaux Investis

Nous savons que le mandat à la base de toute entreprise porte sur des Capitaux Investis dans l'entreprise. Commençons donc par mesurer ces Capitaux Investis.

Les Capitaux Investis (CI) sont constitués des Fonds Propres (FP) et des Dettes Financières (DF) (approche par le Passif, là où sont mesurées les ressources finançant l'entreprise). Cela donne une vue financière de l'entreprise.

Capitaux Investis = Actions pour les montants effectivement déboursés c'est-à-dire compte non tenu des actions d'autocontrôle + Dettes financières y compris les contreparties des effets escomptés ou cédés sous quelque forme que ce soit ; y compris aussi tous les pseudo Fonds Propres : TSDI, prêts participatifs, etc. qui sont en fait des vraies Dettes Financières.

Capitaux Investis = Fonds Propres + Dettes Financières

Figure 19 : Équation Capitaux Investis par le Passif

Dans le cas de notre entreprise ABC, nous avons :

FP = 6 000 €

DF = 4 000 €

CI = 6 000 + 4 000 = 10 000 €

Dans l'exemple de l'entreprise ABC, les Capitaux Investis sont donc de 10 000 €.

Parmi toutes les actions que vont prendre les dirigeants pour forger l'entreprise à la tête de laquelle ils ont été placés, il y en a une d'une nature un peu particulière. C'est la décision d'accroissement des fonds mis à la disposition de l'entreprise que ce soit par appropriation de bénéfices ou par endettement. Force est de constater que *de jure* comme *de facto*, les dirigeants ont une très (trop ?) grande délégation des actionnaires dans ces domaines. D'une entreprise à l'autre, ou pour une même entreprise d'une année à l'autre, on constate donc des politiques d'appropriation des bénéfices (ou son contraire de distribution de dividendes) ou des politiques d'endettement très diverses.

Il existe des sociétés qui ne distribuent aucun dividende pendant des années bien qu'elles soient florissantes. Il existe des sociétés qui se portent assez mal bien qu'elles ne soient pas endettées. C'est parce que les actionnaires sont conscients de ces possibilités diverses qu'ils laissent cette grande délégation à leurs mandataires.

En effet, il s'agit d'une décision de gestion. Or les actionnaires ne jugent la gestion de leurs dirigeants que par les résultats. Ils n'interviennent pas dans la gestion de leurs entreprises. Il s'agit d'une décision finalement secondaire si la base contractuelle du mandat est bien respectée : les sommes confiées en gestion ont-elles fructifié correctement ? Or les fruits de la gestion des dirigeants proviennent de l'Actif du bilan de l'entreprise et non de son Passif.

La décision primordiale dans une entreprise est donc bien sa décision d'investissement. C'est donc la tâche essentielle de tout dirigeant que de veiller à ce que ses investissements soient suffisamment rentables. Ainsi et seulement ainsi, sera-t-il en mesure de rendre des comptes satisfaisants à ses mandants.

Comme le lecteur aura pu le remarquer, l'expression bailleurs de fonds a été employée à plusieurs reprises. Celle d'investisseurs le sera également. En revanche, la séparation en deux catégories entre lesquelles ils se répartissent : actionnaires et créanciers ne sera que très rarement évoquée. En effet, cette répartition est assez arbitraire. La même entreprise fabriquera et vendra les mêmes produits pour les mêmes clients aux mêmes conditions de prix ou autres, qu'elle soit financée avec 100 % de Fonds Propres et donc sans Dette Financière aucune ou bien avec 1 F symbolique de capital et le solde de ses ressources apporté par de la dette (situation extrême d'un RES ou LBO) ou encore toute autre situation intermédiaire. Il s'agit seulement d'une décision administrative d'une équipe dirigeante en négociation avec les parties concernées : actionnaires ou créanciers. De plus, cette situation est évolutive : telle entreprise peut s'endetter plus à certains moments de son histoire soit en souscrivant de nouveaux emprunts soit en retirant du capital ou au contraire telle autre entreprise ou la même entreprise à d'autres moments de son histoire peut se désendetter en remboursant ses emprunts soit par sa génération de liquidités soit par une augmentation de capital.

Il convient de sortir de la pseudo différence actions-créances (ou actionnaires-créanciers) pour s'intéresser globalement à la totalité des Capitaux Investis et apportés par le collectif des investisseurs. En effet une entreprise se définit essentiellement par ses produits et ses marchés, c'est-à-dire par ses Capitaux Investis, vus dans leur globalité.

À différentes époques de sa vie ou en fonction des craintes ou espoirs de ses dirigeants ou investisseurs, une même entreprise pourra être financée par 100 % de Fonds Propres et 0 % de Dettes Financières ou bien au contraire 0,01 % symbolique de Fonds Propres et 99,99 % de Dettes Financières, sans que cette décision purement administrative change quoi que ce soit à l'exploitation de cette entreprise. De plus, dans le cas de subdivisions de groupes, la structure financière réelle d'une entreprise peut être polluée par des considérations qui n'ont rien d'économique : réglementation locale en particulier en matière de transfert de capitaux, fiscalité. Dans ces cas, on aura plutôt intérêt à raisonner sur une structure financière

normative, possiblement commune à l'ensemble du groupe, éventuellement différente de la structure réelle de chaque subdivision du groupe considérée individuellement.

Si on prend l'exemple du tunnel sous la Manche, l'important pour la majorité des personnes est que le tunnel existe et qu'on puisse faire Paris – Londres en trois heures. Le fait qu'Eurotunnel soit (très ! – trop ?) endettée n'est important que pour ses créanciers et ses actionnaires.

Une autre vue plus opérationnelle consiste donc à mesurer les Capitaux Investis par l'Actif du bilan, c'est-à-dire par les emplois qui en ont été fait. On dit alors qu'ils sont constitués des Immobilisations et du Besoin en Fonds de Roulement.

Capitaux Investis = Immobilisations + Besoins en fonds de Roulement

Figure 20 : Équation Capitaux Investis par l'Actif

Les immobilisations sont prises en compte quelle que soit la manière de les financer, c'est-à-dire y compris celles en crédit-bail ou en location simple de longue durée. Par Besoin en Fonds de Roulement, on entend les stocks plus les créances d'exploitation tels les comptes clients y compris ceux escomptés ou cédés sous n'importe quelle modalité juridique plus un volant minimum de liquidités nécessaires à l'exploitation que l'on peut évaluer selon un nombre de jours de chiffre d'affaires moins les dettes d'exploitation tels les comptes fournisseurs – exclusivement ceux d'exploitation

Dans le cas de notre entreprise ABC, nous avons :

IM = 7 000 €
BFR = 3 000 €
CI = 7 000 + 3 000 = 10 000 €

Ô miracle de la comptabilité en partie double, nous retrouvons bien pour les Capitaux Investis par l'Actif, le même montant que précédemment par le Passif.

Nous préférons la définition par l'Actif plutôt que celle par le Passif.

En effet, elle peut être décentralisée à des personnes dans l'entreprise qui ne sont pas financiers. On peut dire à un salarié qu'il est responsable de la gestion d'un certain montant de Capital (les m^2 occupés, « son » bureau et « son » ordinateur ou « sa » machine outil, un stock de matières premières ou de produits finis ou de travaux en cours, etc., toutes choses qu'il connaît bien et dont il peut voir physiquement la réalité en tournant la tête). Si on veut lui donner des notions de Besoin en Fond de Roulement, on peut lui expliquer qu'il ne sera pas

payé immédiatement après avoir effectué une tâche mais quelques jours plus tard. N'importe quel opérationnel, y compris ceux n'ayant aucune culture financière, est donc capable d'appréhender la notion de Capitaux Investis en la regardant du côté de l'Actif.

De plus, une entreprise est ce qu'elle est grâce à son Actif. Ses clients (ses fournisseurs même d'une certaine mesure) la connaissent par ses produits et par ses marchés exclusivement. Or le client, consommateur d'un produit ou service, s'intéresse exclusivement aux caractéristiques de ce produit ou service : qualité, prix, délai de paiement, disponibilité, service après-vente, etc. Toutes choses qui dépendent exclusivement des actifs de l'entreprise fabriquant et vendant ce produit : Immobilisations corporelles (les machines ayant fabriqué le produit), Immobilisations incorporelles (fonds de commerce, recherche et développement, formation du personnel, publicité et marketing, ayant généré le produit en amont de la fabrication et suscité sa vente en aval) et éléments du Besoin en Fonds de Roulement (consubstantiels des conditions de vente et de fabrication).

Ceci étant, l'égalité comptable fait que les Capitaux Investis[1], mesurés de préférence du côté de l'Actif ou des emplois, peuvent aussi être mesurés du côté du Passif ou des ressources, pour arriver au même résultat.

3 REMIC

Ayant défini les Capitaux Investis grâce au bilan de l'entreprise, nous définirons maintenant ce qu'ils ont généré en nous tournant vers le compte de résultat.

Les premières lignes d'un compte de résultat traditionnel listent les produits d'exploitation, desquels on soustrait les charges d'exploitation, pour déboucher sur un Solde Intermédiaire de Gestion classique, à savoir le Résultat d'Exploitation. Ensuite viennent les éléments financiers et les éléments exceptionnels pour arriver au résultat. L'habitude veut qu'on déduise l'impôt sur les sociétés en bloc à la fin du compte de résultat pour passer du résultat brut au résultat net.

1. Ici, comme pour la plupart de la terminologie employée dans le présent ouvrage, il n'y a pas un terme unique figé et généralement admis par tous les intervenants. On emploie donc alternativement Capitaux Investis, capitaux engagés, capitaux employés, actif économique, etc.

Face à la complexité croissante des lois fiscales, certains analystes préfèrent affecter à chaque élément du compte de résultat son impôt correspondant : aux éléments exceptionnels, leur quote-part d'IS ; aux éléments financiers, leur quote-part d'IS ; et au Résultat d'Exploitation, la part d'IS qui lui correspond. C'est ce qu'on a l'habitude de nommer REMIC (Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé) : c'est bien un résultat qui n'incorpore que des éléments d'exploitation ; il est minoré de l'impôt puisque sa quote-part d'IS lui a été affectée ; comme il ne s'agit pas de la totalité de l'IS, on dit « impôt corrigé » (corrigé des quotes-parts d'IS qui reviennent aux éléments financiers et exceptionnels).

REMIC = Résultat d'Exploitation – quote-part d'IS
ou de manière simplifiée
REMIC = Résultat d'Exploitation * (1 – tis)

Figure 21 : Équation REMIC

En prenant l'exemple de l'entreprise ABC, on a :

Résultat d'Exploitation = 1 428 €
Taux d'Impôt sur les Sociétés = 30 %
Quote-part d'IS revenant au Résultat d'Exploitation
= 30 % * 1 428 = 428 €
REMIC = 1 428 – 428 = 1 000 €

La notion de REMIC considère que l'entreprise n'est financée que par des Fonds Propres et qu'elle n'a pas de frais financiers et paye donc un impôt sur le seul Résultat d'Exploitation sans bénéficier de la déduction fiscale à laquelle donnent lieu les intérêts payés. Ceci permet d'isoler la performance d'exploitation de la performance financière. Une entreprise aura toujours le même REMIC dans n'importe quelle structure financière (de 100 % de Fonds Propres et 0 % de Dettes Financières à 1 € symbolique de Fonds Propres et 99,99 % de Dettes Financières). En revanche son résultat comptable sera complètement différent dans ces structures financières différentes.

Cette notion de REMIC permet de bien distinguer la vraie performance opérationnelle de l'entreprise, indépendamment de sa structure financière.

4 Rendement des Capitaux Investis et « isoquantes » liant Productivité Opérationnelle et Productivité Bilantielle

Si on divise ce REMIC par les Capitaux Investis, on obtient le Rendement des Capitaux Investis.

$$\boxed{rci = REMIC/CI}$$

Figure 22 : Équation Rendement des Capitaux Investis (rci)

Dans le cas de l'entreprise ABC, on a

$$rci = 1\,000/10\,000 = 10\ \%$$

On ne peut dire que le résultat de cette division est bien le Rendement des Capitaux Investis que parce que le REMIC est calculé après amortissements des seules immobilisations corporelles.

En effet, que représente l'amortissement ? La meilleure manière de répondre à cette question est d'utiliser une analogie. On peut dire que le rendement d'une obligation achetée 1 000 et payant un coupon de 100 est de 10 % que si sa valeur est de 1 000 en fin d'année. Si pour quelque raison que ce soit, cette obligation vaut 1 050 en fin d'année, son rendement est de 15 % ; si par contre sa valeur tombe à 975 en fin d'année, son rendement est de 7,5 %.

Les immobilisations corporelles, par le simple fait d'avoir été utilisées pour leur objet dans le courant de l'année, ne valent plus, en termes d'utilité économique, à la fin de l'année autant qu'en début d'année. Et ce, quelles que soient les dépenses de maintenance qui ont été effectuées, surtout en fin de vie. Voici pourquoi on doit tenir compte dans le REMIC d'un certain amortissement des immobilisations corporelles, en faisant toutefois bien attention de ne pas oublier l'impact de la maintenance.

On peut décomposer ce Rendement en deux ratios très informatifs.

$$\boxed{rci = \frac{REMIC}{CA} * \frac{CA}{CI}}$$

Figure 23 : Équation Décomposition du Rendement des Capitaux Investis – formule

Le premier de ces deux ratios constitue un marge opérationnelle assez classique : combien d'Euros de résultat dégage un Euro de chiffre d'affaires. Le deuxième constitue une rotation des Capitaux Investis (soit l'inverse d'une intensité

capitalistique) : combien d'Euros de chiffre d'affaires génère un Euro de Capitaux Investis.

On qualifiera le premier ratio de Productivité Opérationnelle et le deuxième de Productivité Bilantielle. Certains préfèrent Efficacité à Productivité. On a alors :

Rendement des Capitaux Investis = Productivité Opérationnelle * Productivité Bilantielle

Figure 24 : Équation Décomposition du Rendement des Capitaux Investis – productivités

Pour l'entreprise ABC, on a :

REMIC = 1 000 €
CA = 12 000 €
CI = 10 000 €
Productivité Opérationnelle = 1 000/12 000 = 8,33 %
Productivité Bilantielle = 12 000/10 000 = 1,2

On vérifie que l'on a bien :

$$rci = 8,33\ \% * 1,2 = 10\ \%$$

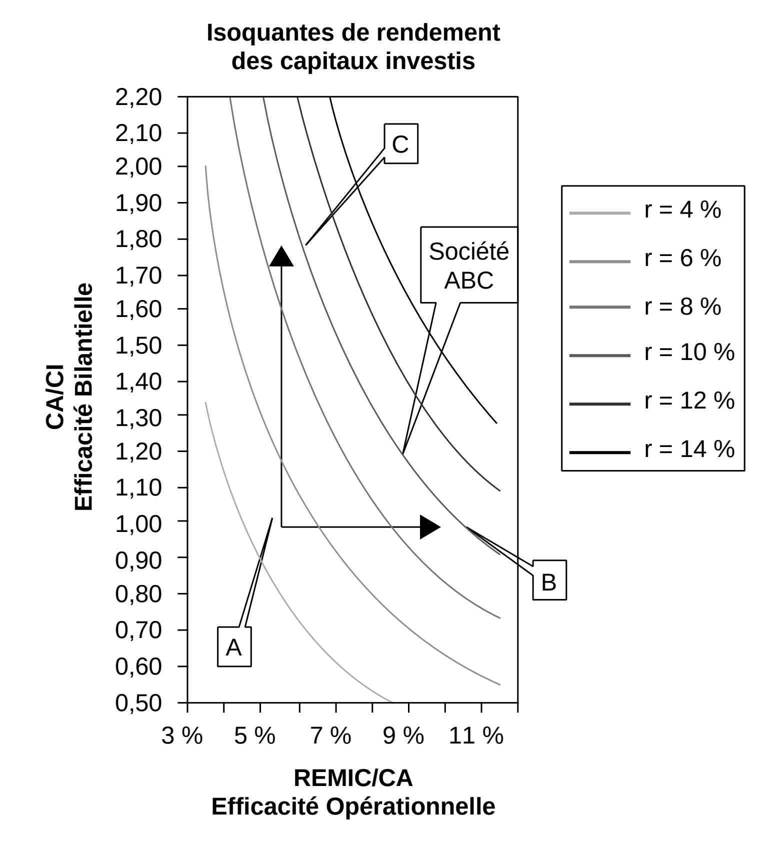


Figure 25 : Graphique Isoquantes de Rendement des Capitaux Investis

On voit qu'un même niveau de Rendement des Capitaux Investis peut être atteint par une infinité de combinaisons des Productivités Opérationnelle et Bilantielles. Ceci peut être retracé par une courbe dénommée « isoquante » (une même quantité, comme il existe des isobares de pression atmosphérique ou des isothermes de température ou des courbes de niveau sur une carte d'état-major). La position d'une entreprise sur une isoquante permet de synthétiser en un indicateur, la stratégie en termes de Productivité Opérationnelle et de Productivité Bilantielle. Nous reverrons donc ce point lorsque nous aborderons les aspects stratégiques de la Création de Valeur.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

En particulier, nous démontrerons comment une analyse de ce type donne un degré de liberté supplémentaire aux dirigeants afin d'améliorer leur Création de Valeur.

5 Profit Économique

Maintenant que tous ses constituants ont été explicités, on peut définir le Profit Économique. Celui-ci s'obtient en retranchant du Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé (REMIC), la Charge des Capitaux Investis.

On définit cette Charge des Capitaux Investis à l'instar des frais financiers traditionnels, comme le produit d'un taux (le Coût du Capital) et d'une assiette (les Capitaux Investis).

$$CCI = cmc * CI$$

Figure 26 : Équation Charge des Capitaux Investis

Il vient que le Profit Économique peut s'écrire :

$$PE = REMIC - CCI, \text{ soit } PE = REMIC - cmc * CI$$

Figure 27 : Équation Profit Économique – résultat après la Charge des Capitaux Investis

Cette formule illustre la philosophie mandant-mandataire, classique des situations d'affermage. La gestion des « fermiers » dégage un solde d'exploitation, mais elle ne laisse un profit réel qu'après paiement du loyer au propriétaire.

Dans le cas de l'entreprise ABC, on a :

REMIC = 1 000 €
cmc = 10 %
CI = 10 000 €
CCI = 10 % * 10 000 = 1 000 €
PE = 1.000 – 10 % * 10 000 = 1 000 – 1 000 = 0 €

Le Profit Économique est un résultat …

Comme le résultat comptable, on part d'un solde d'exploitation et on enlève des frais financiers. Ici deux différences, le solde d'exploitation est après impôt ; et les frais financiers sont calculés sur la totalité des Capitaux Investis et non seulement sur les Dettes Financières ; le coût utilisé pour calculer ces frais financiers est cohérent avec l'assiette utilisée ici puisque c'est le Coût Moyen du Capital, qui est une moyenne pondérée des coûts respectifs des deux sources de financement constituant les Capitaux Investis.

Pourquoi les comptables traditionnels n'ont-ils pas inclus la rémunération des Fonds Propres dans la détermination du résultat ? Cela reste un mystère. Mais la résultante est que cela induit des idées fausses sur la vraie performance des entreprises. De plus cela laisse accroire que les Fonds Propres sont gratuits : dans certaines entreprises on nomme les Fonds Propres, les ressources à coût zéro ! …

Dans notre exemple, l'entreprise ABC, avec son bilan équilibré et son niveau de profitabilité excellent, paraissait en très bonne santé du point de vue de la comptabilité traditionnelle. Or, elle a en réalité un Profit Économique nul, c'est-à-dire qu'elle arrive à peine à couvrir la rémunération due à ses Capitaux Investis. L'entreprise ABC qui d'un premier abord avait de bons résultats ne fait qu'accomplir sa Mission. Ce qui est bien, mais relativise la performance. La démarche par la Création de Valeur amène donc à avoir une vision différente de l'entreprise.

Toutefois, à la grande différence du résultat comptable, un Profit Économique nul, ce n'est pas nul (si on nous autorise cette familiarité)… L'entreprise rapporte son Coût du Capital et tient donc la promesse faite aux investisseurs. Mais elle ne fait que tenir sa promesse. Elle ne fait que rapporter la juste rémunération du temps passé et du risque que prennent les investisseurs en investissant chez elle. L'entreprise ABC n'est donc pas créatrice de valeur puisque ses investisseurs n'obtiennent que la rémunération qu'ils étaient légitimement en droit d'attendre.

En utilisant la notion de Rendement des Capitaux Investis, on peut alors définir le Profit Économique comme :

(Rendement des Capitaux Investis – Coût Moyen du Capital)
* Capitaux Investis.

$$PE = (rci - cmc) * CI$$

Figure 28 : Équation Profit Économique – écart entre rci et cmc

Dans le cas de notre entreprise ABC, cela donne :

rci = 10 %
cmc = 10 %
CI = 10 000 €
PE = (10 % – 10 %) * 10 000 = 0 * 10 000 = 0 €

Cette formule s'apparente à la formule traditionnelle d'un produit net bancaire : intérêts perçus moins intérêts payés appliqués au principal. Elle met l'accent sur l'aspect rendement-coût du tableau Emplois-Ressources.

Elle constitue aussi une formalisation du super-profit des experts en évaluation d'entreprise de la vieille école (aussi qualifié dans leur jargon « *goodwill* » – à ne pas confondre avec le même terme appliqué à la survaleur ou écart de première consolidation).

C'est donc bien une vision de mandat. Les mandataires empruntent sur les marchés des capitaux qui leur sont facturés par le marché à un certain coût afin d'en retirer une rentabilité, qu'on espère supérieure au coût.

N'importe quelle entreprise est habituée à marger sur le coût de ses matières premières pour dégager un bénéfice. Cette nouvelle manière d'exprimer le Profit Économique revient à proclamer qu'une entreprise doit aussi marger sur les Capitaux Investis. En effet, les Capitaux Investis constituent une sorte de matière première pour toute entreprise au même titre que les matières premières physiques traditionnelles. Une entreprise ne peut légitimement déclarer qu'elle dégage une performance économique suffisante que si elle « marge » par rapport à son Coût du Capital. Car lorsqu'une entreprise rapporte juste le Coût du Capital, cela revient pour elle seulement à respecter sa parole : il n'y a donc pas de quoi pavoiser.

En fait, la Création de Valeur nous donne une vision radicalement différente de l'entreprise puisqu'elle prend en compte la productivité globale des facteurs.

Quand une entreprise dit communément qu'elle a réalisé des gains de productivité, elle sous-entend des gains de productivité par rapport au facteur de production Travail. Pour ce faire, elle a dû dans l'immense majorité des cas investir plus et donc dégrader sa productivité par rapport au facteur de production Capital.

Le gain de productivité sur le facteur Travail peut être plus que compensé par la perte de productivité du Capital et la combinaison peut résulter en une baisse de productivité globale. Le Profit Économique mesurera correctement ces varia-

tions de productivité globale, ce que ne fait pas le résultat comptable traditionnel ni aucune autre mesure de performance traditionnellement utilisée par les entreprises.

Améliorer le Profit Économique revient à améliorer la productivité globale de l'entreprise par rapport à tous ses facteurs de production, en prenant en considération les inévitables transferts entre les deux facteurs de production.

Le Profit Économique est une estimation de la véritable performance économique d'une entreprise après rémunération de tous les facteurs de production, y compris la totalité des capitaux utilisés. C'est parce que le Profit Économique incorpore la rémunération du Capital qu'il peut être considéré comme la mesure d'une véritable performance économique.

Le Profit Économique est la Création de Valeur interne exprimée en termes de flux évoquée précédemment. C'est l'excédent (déficit) de rentabilité dégagée par les dirigeants sur les fonds qui leur ont été confiés en gestion par rapport au minimum que sont en droit d'exiger les investisseurs.

Tous les éléments constitutifs du Profit Économique sont bien internes à l'entreprise et il est bien dans le pouvoir du Travail d'en faire évoluer dans le bon sens tous les constituants. Le Travail peut augmenter les produits, il peut diminuer les charges, il peut être économe de l'épargne des investisseurs confiée à l'entreprise en maintenant au strict minimum son intensité capitalistique.

(Cf. *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise*, p. 29 et suivantes)

Le Profit Économique est du ressort du Travail. C'est pour cela que nous l'avons situé ainsi dans notre image de l'entreprise-sablier.

Flux d'information, flux financiers, liens entre les deux facteurs de production, notre image de l'entreprise-sablier nous permet bien d'expliquer toutes ces notions.

Dans l'optique d'un Système de Gestion par la Valeur, c'est-à-dire avec l'objectif de maximiser la Création de Valeur Externe, les dirigeants doivent donc accroître leur Profit Économique. Or le Coût du Capital est un des constituants essentiels du Profit Économique. En effet, il jette sur la performance de l'entreprise une lumière plus forte : son REMIC doit générer un Rendement des Capitaux Investis supérieur à son Coût du Capital pour déboucher sur un Profit Économique ; un REMIC donnant un profit comptable même substantiel mais générant un Rendement des Capitaux Investis inférieur à son Coût du Capital est en fait une perte économique.

Le Profit Économique mesure, période par période, la Création – ou la destruction – de Valeur ; il se prête donc de manière idéale à une déclinaison en objectifs de gestion. De plus, cette mesure de performance peut être évaluée de manière aussi fine que souhaitée : division, département, produit, client, pays, etc.

Le Profit Économique est au cœur de la réponse à la question « pourquoi la Création de Valeur ? ».

6 Équivalence des approches

Nous avons écrit plus haut dans ce même chapitre que l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et l'actualisation des Profits Économiques constituaient une seule et même équation : l'équation fondamentale de la Finance moderne. Nous allons en apporter la preuve maintenant.

Pour ne pas alourdir inutilement le corps de cet ouvrage, la démonstration mathématique est reportée en Annexe.

(Cf. *Annexe I : Équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et celle des Profits Économiques*, p. 275 et suivantes)

L'équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponible et l'actualisation des Profits Économiques est donc strictement mathématique. Elle résulte simplement d'un arrangement différent des termes d'une même équation.

Une éventuelle différence dans des calculs d'actualisation de ce genre ne pourrait provenir que d'une erreur de calcul ou d'une erreur d'entrée de données.

La Valeur de Marché de l'entreprise peut maintenant se déduire par la formule suivante :

Valeur de marché = Capitaux Investis + Valeur présente des PE futurs

Figure 29 : Équation Valeur de Marché par les PE

Soit encore :

CVE = Valeur présente des PE futurs

Figure 30 : Équation Création de Valeur Externe par les PE

La Création de Valeur Externe résulte donc de la valeur présente des Profits Économiques futurs estimés par le marché. Le Profit Économique est donc logiquement la mesure de performance qui est le plus corrélée à la Création de Valeur Externe (beaucoup plus que toutes les autres mesures de performance utilisées comme les bénéfices par action).

Le graphique ci-après prouve que la relation théorique indiquée précédemment comme reliant la CVE au Profit Économique se retrouve bien dans la pratique des affaires en France. Chaque point représente une des deux cents sociétés de l'échantillon étudié dans le classement de *L'Expansion* publié en juin 98 et relatif aux comptes 97, avec des valeurs normées à 1 pour enlever l'effet de taille par les Capitaux Investis. Ce graphique montre un nuage de points très peu dispersé, très bien aligné le long de la droite de régression. Il prouve donc bien que la corrélation est effectivement très forte entre la Création de Valeur Externe et le Profit Économique ($R^2 = 0,68$ pour les statisticiens).

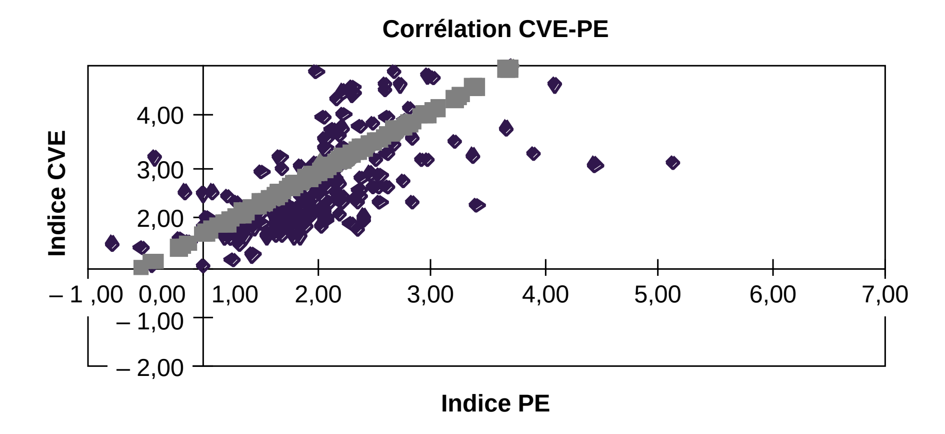


Figure 31 : Graphique Corrélation CVE – PE

Le Profit Économique génère donc la CVE : le Profit Économique, produit à l'intérieur de l'entreprise, est la source de la Création de Valeur Externe à l'entreprise. Où on retombe à nouveau sur notre image du sablier.

De manière pratique, les équations précédentes permettent de déterminer une Valeur de Marché de l'entreprise : pour cela, il suffit de réaliser des projections sur plusieurs années et calculer un Profit Économique pour chacune de ces années projetées puis appliquer le taux d'actualisation (c'est-à-dire le Coût du Capital) pour en calculer la valeur présente.

Ainsi, le Capital peut déterminer la valeur de son épargne sur les marchés des capitaux. Ce mécanisme économique est fort semblable à celui qui régit la valeur des obligations. Si le Rendement du Capital est supérieur à son coût, la valeur de l'épargne est supérieure à sa valeur nominale (celle investie à l'origine). Dans ce cas, il y aura Création de Valeur. La rente du *goodwill* ou super-profit qui jusque-là était généralement

utilisée de manière ésotérique trouve ici une explication économique plus fondée.

Des Profits Économiques positifs engendrent une valeur de l'entreprise supérieure au montant des Capitaux Investis (Création de Valeur). Des Profits Économiques nuls engendrent une valeur de l'entreprise égale à ses Capitaux Investis (circulation de valeur : simple transfert monétaire entre la caisse des investisseurs et celle de l'entreprise). Des Profits Économiques négatifs engendrent une valeur de l'entreprise inférieure à ses Capitaux Investis (destruction de valeur).

Autrement dit, une analyse en Profit Économique permet ainsi de distinguer aisément entre trois types d'activité :

- les activités rentables, à Profit Économique positif, génératrices de Création de Valeur Externe CVE > 0, où 1 € de Capitaux Investis vaut plus que 1 € en Valeur de Marché, et qui seules contribuent à la bonne santé de l'entreprise ; zone de Création de Valeur.
- les activités à la rentabilité à peine suffisante, à Profit Économique nul, donc non génératrices de Création de Valeur Externe CVE = 0, où 1 € investi vaut juste 1 €, et qui contribuent seulement à grossir l'entreprise ; zone de circulation de valeur.
- les activités non rentables, à Profit Économique négatif, génératrices de destruction de valeur CVE < 0, où 1 € investi vaut moins que 1 €, et qui contribuent à la chute de l'entreprise ; zone de destruction de valeur.

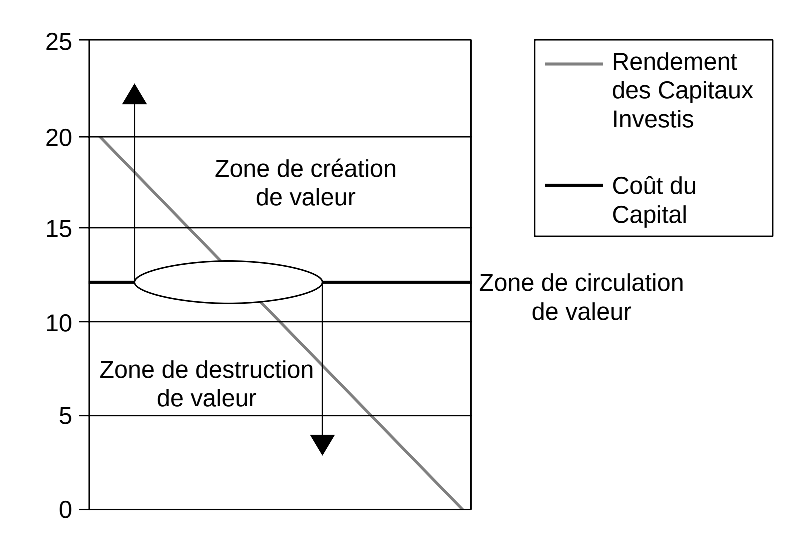


Figure 32 : Graphique Trois types d'activité en fonction CVE

7 Actualisation des Profits Économiques : exemple numérique

L'exemple numérique qui suit est l'illustration de l'équivalence maintenant démontrée entre l'actualisation des FTD et celle des PE.

Reprenons l'exemple précédent des FTD et analysons-le en termes de Profit Économique.

en €	0	1	2	3	V.T.	4
Cmc	10 %	10 %	10 %	10 %		10 %
Coef. Act.	1	0,9091	0,8264	0,7513		
REMIC	0	1 000	1 050	1 100		1 200
CI	10 000	10 100	10 250	10 450		
CCI sur CI déb.		1.000	1 010	1 025		1.045
rci sur CI déb.		10,00 %	10,40 %	10,73 %		11,48 %
PE		0	40	75	1 550	155
PV PE		0	33,0579	1 220,8866		
VM		11 253,9444 €				

Tableau 7 : Actualisation des PE

Où ici encore :

– les périodes 0 à 3 correspondent à la période de prévision explicite,
– les périodes 4 *et sq.* à la période de maturité pendant laquelle l'entreprise dégage un REMIC constant de 1 200,
– la valeur terminale (1.550) est obtenue en actualisant à l'infini le dernier PE (155).

La valeur de l'entreprise ABC est supérieure aux Capitaux Investis car, si la première année le Profit Économique est de 0, par la suite il augmente pour être positif.

L'utilisation de la notion de Profit Économique plutôt que celle de Flux de Trésorerie Disponible présente un avantage supplémentaire dans le cadre de la valorisation de l'entreprise : elle permet de préciser la durée de la période de prévision explicite.

Cette durée prend dans la littérature financière le nom de dac : Durée d'Avantage Compétitif. En effet, un flux futur ne contribuera à créer de la valeur aujourd'hui qu'à une condition : que le Rendement ainsi généré soit supérieur au Coût du Capital, c'est-à-dire que le Profit Économique correspondant soit positif. Une entreprise génère un Profit Économique positif si et seulement si elle dispose d'un avantage compétitif. Or dans une éco-

nomie concurrentielle, on est obligé d'émettre l'hypothèse que cet avantage compétitif est nécessairement limité dans le temps (simple bon sens, confirmé par l'expérience et théorisé par les gourous en stratégie). En effet, de nouveaux entrants sur le marché, l'introduction de produits de substitution, des pressions consuméristes ou réglementaires (antitrust) réduiront cet avantage compétitif. Cette réduction ira jusqu'au niveau qui produit un Rendement des Capitaux Investis leur offrant la juste rémunération pour le risque qu'ils assument, ce qui est la définition même du Coût du Capital. Cette entreprise sera alors en situation de Profit Économique nul. Ces flux n'ajouteront donc plus rien à la valeur d'aujourd'hui de cette entreprise. L'entreprise grossira mais sa valeur restera inchangée. Voilà pourquoi, l'actualisation financière portera sur la seule période de l'avantage compétitif, la période au-delà ne contribuant plus à la valeur. À partir de cette date, on peut donc faire l'hypothèse simplificatrice que l'entreprise ne croît plus, car elle générerait sur ses investissements marginaux un rci égal à son cmc.

La plupart des économies occidentales ont atteint un stade de développement tel qu'il est assez difficile d'y générer un Profit Économique positif durablement prolongé. Fort logiquement, les entreprises ont vu l'ouverture du marché mondial et les NTIC ou TMT comme une opportunité de sortir de ce cadre restrictif pour leur rentabilité. « *Go West, young man* » disait-on au siècle passé aux États-Unis pour indiquer aux plus dynamiques où leurs talents trouveraient à s'exprimer de manière profitable. Ces nouveaux marchés devraient prendre le relais à terme de nos économies saturées, contribuant à allonger la durée de l'avantage compétitif.

Pour dégager un rci supérieur à son cmc, une entreprise a-t-elle besoin d'être monopolistique ? Si on regarde les premiers des classements américains ou français en termes de Création de Valeur déjà souvent évoqués, il est difficile de croire que ces sociétés bénéficient d'un quelconque monopole de droit ou de fait. Prenons Coca-Cola aux États-Unis : n'est-on pas libre de boire une boisson de n'importe quel autre type (et il y en a de très nombreux) plutôt qu'une boisson au goût de cola ? N'est-on pas libre de boire du Pepsi ou des marques de distributeurs par exemple, plutôt que du Coca ? Prenons Canal+ en France : n'est-on pas libre de lire plutôt que de regarder la télévision ? N'est-on pas libre de regarder n'importe quelle autre chaîne gratuite hertzienne, par satellite, ou par câble plutôt que de s'abonner à Canal+ ? Pourtant ces sociétés dégagent très régulièrement une rentabilité nettement supérieure à leur Coût du Capital.

8 Rendement et Création de Valeur

Revenons un peu en arrière sur le concept de Rendement des Capitaux Investis ou rci !

Dans la langue courante des affaires au lieu de rci, il est de bon ton de parler de *Return On Capital Employed* ou *ROCE*. Un détail linguistique : ROCE se prononce « *are, oh, ci, ih* » en raison de son origine anglaise. La prononciation à l'italienne « *rotché* » est donc à proscrire. Il existe d'autres concepts proches, tel le *ROI return on investment*. Nous conserverons notre notation de rci.

Nous allons énumérer toutes les raisons pour lesquelles ce concept, aussi important soit-il, ne peut pas constituer l'aboutissement de notre calcul. Seule la Création de Valeur, exprimée en termes de PE le peut. Dans le match de football imaginaire que va gagner le PE contre le rci, nous scanderons les buts marqués.

Quelle est celle de ces deux mesures de performance, du PE ou du rci, qui décrit le mieux la Création de Valeur ? Rappelons que tous les tests statistiques réalisés par une multitude de sources (notamment les grandes banques d'affaires de Wall Street) donnent un clair avantage au PE sur le rci quant à son pouvoir explicatif du cours des actions (R^2 pouvant atteindre 0,7 dans un cas contre 0,4 maximum dans l'autre cas). Donc la gestion d'une entreprise avec le Profit Économique mènera plus probablement à une meilleure Création de Valeur qu'une gestion avec un rendement. En effet, le Profit Économique incorpore plus d'informations qu'un rendement : ensemble des Capitaux Investis (et non seulement une partie selon le rendement étudié), améliorations apportées par des retraitements économiques, et surtout inclusion systématique de la référence au Coût du Capital.

(Cf. *Chap. 6 : Travaux préalables à toute Évaluation de la Création de Valeur*, p. 111 et suivantes)

Et de un.

Laquelle permet de calculer la valeur créée par les stratégies choisies ? L'actualisation des Profits Économiques est, comme nous venons de le montrer, mathématiquement équivalente à celle des FTD dont on sait qu'elle est la seule règle valable d'évaluation des investissements et des entreprises. Le Profit Économique permet donc de choisir entre plusieurs stratégies alternatives, ce que le rci ne permet pas de faire (dans ce cadre on parle souvent de taux de rentabilité interne ou tri – *internal rate of return* ou *irr*).

Et de deux.

Quelle mesure de performance permet de juger du passé ? Seul le Profit Économique permet d'atteindre cet objectif !

En effet, supposons que nous ayons affaire à deux entreprises A et B et que le Rendement sur Capitaux Investis soit de 18 % pour A et celui de B soit de 13 % pour les mêmes Capitaux Investis de 1 000 €. Supposons que l'on veuille comparer les performances de A et B. La réponse ne peut être apportée avec ces seuls éléments d'information. Un Rendement sur Capitaux Investis ne peut être comparé à un autre Rendement sur Capitaux Investis que ce soit de la même entreprise à une autre date ou à celui d'une autre entreprise. Un Rendement sur Capitaux Investis ne peut être comparé qu'aux attentes que les investisseurs avaient lorsqu'ils ont accepté de se dessaisir de leur épargne pour la confier en gestion aux dirigeants de leur entreprise. Il manque donc une information essentielle, à savoir le Coût du Capital respectif de A et B. Dans une gestion en rendement, on n'a pas de référentiel pour juger d'une performance. Car si on a implicitement ou explicitement un taux de référence, on n'est plus dans une gestion pure de rendement mais bien dans une gestion qui se rapproche d'un Profit Économique. Le Profit Économique n'a pas besoin de référentiel puisqu'il incorpore le Coût du Capital dans son calcul : le Coût du Capital constitue LA référence.

Revenons à notre exemple et précisons que le Coût du Capital de l'entreprise A est de 20 % et que celui de la société B est de 12 %. Alors nous pouvons affirmer que la performance de la société B est bien meilleure que celle de l'entreprise A, en dépit des apparences. En effet, cette dernière ne rapporte pas ce que les investisseurs attendaient d'elle lorsqu'ils y ont investi leur épargne et ce au rythme de – 2 % par an. Par contre, la société B rapporte +1 % de plus que ce que les investisseurs attendaient, ce qui est extraordinaire au sens propre du terme. L'entreprise A n'a pas tenu les promesses faites aux investisseurs d'un rci de 20 % pour qu'ils acceptent de se dessaisir de leur épargne pour la confier en gestion dans A (puisque le rci a été seulement de 18 %) alors que B avait promis 12 % et a obtenu 13 %.

Comme les CI sont de 1 000 € pour les deux, leurs PE respectifs sont de – 20 € pour A et + 10 € pour B.

On ne peut donc pas dire que tel Rendement des Capitaux Investis est bon ou mauvais en soi, mais par rapport à son Coût du Capital associé. Or celui-ci varie d'une entreprise à une autre, d'un projet à un autre, comme par exemple pour

les entreprises A et B ci-dessus. On voit bien à nouveau ici l'analogie avec les obligations. L'entreprise A qui a un Rendement inférieur à son Coût du Capital va donc avoir une Valeur de Marché inférieure aux Capitaux Investis et donc une Création de Valeur Externe négative, un PBR inférieur à 1, comme une obligation de caractéristiques équivalentes (coupon inférieur au rendement) vaudrait en dessous du pair. L'entreprise B, au contraire, va avoir une Valeur de Marché supérieure aux Capitaux Investis et donc une Création de Valeur Externe positive donc un PBR supérieur à 1 (obligation au coupon supérieur au rendement).

Le PE est donc plus parlant puisqu'il est négatif pour A et positif pour B.

Seule la relation entre rci et cmc est donc véritablement importante. La mesure de performance importante à considérer n'est pas le Rendement des Capitaux Investis dans l'absolu mais en relatif par rapport au Coût du Capital.

rci > cmc ou PE > 0 Création de Valeur
rci = cmc ou PE = 0 circulation de valeur
rci < cmc ou PE < 0 destruction de valeur

Tableau 8 : Rendement des Capitaux Investis et Création de Valeur

Et de trois.

La question de la référence explicite et systématique au Coût du Capital est primordiale pour une autre raison. Si on ne se réfère pas au Coût du Capital, le dirigeant du projet A (Cf. graphique ci-après) n'aura aucune raison de réaliser le projet B qui baissera le Rendement dont il est responsable : or ce projet B qui a un Rendement supérieur à son Coût du Capital doit être réalisé puisqu'il génère un Profit Économique et qu'il est donc créateur de valeur. Réciproquement, le dirigeant du projet C trouvera toutes les (mauvaises !) raisons imaginables pour réaliser le projet D qui augmentera le Rendement dont il est responsable : or ce projet D qui a un Rendement inférieur à son Coût du Capital ne doit en aucun cas être réalisé puisqu'il génère une perte économique et qu'il est donc destructeur de valeur.

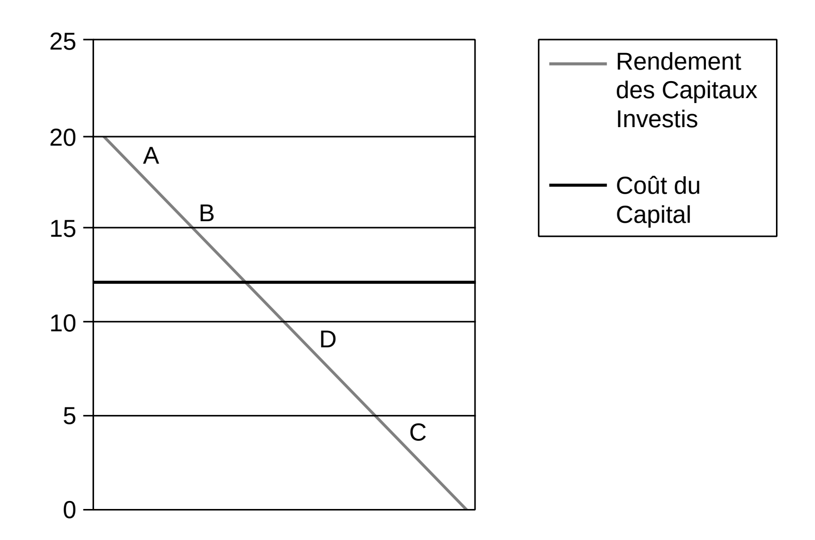


Figure 33 : Graphique Rendement d'un projet et Coût du Capital

Et de quatre.

Ne pas connaître son Coût du Capital et ne pas se fixer comme unique règle de générer une performance au moins égale à celui-ci peut aboutir à des contresens économiques pour l'entreprise. En effet que penser de ces objectifs en termes de Rendement affichés de plus en plus par certaines entreprises ? Soit ils sont inférieurs au Coût du Capital et l'épargne des investisseurs serait mieux investie ailleurs car cette entreprise détruit de la valeur et envisage de continuer à le faire sur toute sa période de planification. Soit ils sont supérieurs au Coût du Capital et l'épargne des investisseurs souffre d'un manque à gagner car cette entreprise ne saisit pas toutes ses opportunités de croissance. En matière de performance économique, seule l'atteinte du Coût du Capital constitue un objectif légitime.

Et de cinq.

Le simple bon sens suffit pour comprendre que les projets de type A dans le graphique ci-dessus (Rendement très supérieur au Coût du Capital) sont, selon toute vraisemblance, peu nombreux et de petite taille. En revanche, les projets de type B (Rendement marginalement supérieur au Coût du Capital) ont toute chance d'être beaucoup plus nombreux et leur taille beaucoup plus importante. Le slogan californien *small is beautiful* consubstantiel du *spread is best* n'est pas du goût des investisseurs. Ils n'ont pas cette conception malthusienne ou élitiste de l'entreprise, bien au contraire. Un Rendement égal au Coût du Capital leur suffit amplement.

Exemple

Soit une entreprise A ayant un écart de 5 % entre son Rendement des Capitaux Investis et son Coût du Capital pour des Capitaux Investis de 1 000 € ;

soit une entreprise B ayant un écart de 2 % pour des Capitaux Investis 10 000 € ;

laquelle de ces deux entreprises est la meilleure ?

PE de A = 1 000 * 5 % = 50 €

PE de B = 10 000* 2 % = 200 €

Donc B est nettement meilleure que A

Évidemment, si on avait la possibilité de trouver dix entreprises comme A, les mêmes Capitaux Investis de 10 000 € seraient mieux rémunérés. Cependant, il est relativement évident que les projets de type A sont peu nombreux et petits. En tout état de cause, B est individuellement meilleure.

Alors faut-il raisonner en pourcentage c'est-à-dire en marge de différentiel entre le Rendement des Capitaux Investis et le Coût du Capital ou faut-il raisonner en Euros, en terme de Profit Économique, en incorporant la taille des Capitaux Investis ? La réponse est clairement la seconde.

Un raisonnement en pourcentage est consubstantiel d'une stratégie de niche où on peut avoir une hyper rentabilité c'est-à-dire une marge en pourcentage très élevée mais des Capitaux Investis engagés dans le processus relativement faibles :

– Si on investit sur une niche, par exemple le luxe, des CI de1 000 €, avec un écart de 10 %, le Profit Économique sera de 100 €.

Un raisonnement en Profit Économique recherchera à la fois la rentabilité et la taille :

– Si on investit dans une entreprise de biens de grande consommation, des CI de 100 000 € avec un écart de 1 %, le PE sera de 1 000 €.

Si on peut trouver une entreprise qui permette de réaliser un écart (rci – cmc) de 10 % sur des CI de 100 000 €, il ne faut pas hésiter à le faire ! Mais l'expérience du monde des affaires tend à prouver que plus les entreprises deviennent grandes, plus les produits s'adressent à la consommation de masse, plus il est difficile de tirer de tels écarts de 10 % à cause du jeu de la concurrence. Donc plus les entreprises grandissent plus le Rendement des Capitaux Investis aura tendance à baisser pour s'approcher tendanciellement du Coût du Capital. De graves désillusions attendent certaine-

ment nombre d'investisseurs dans les nouvelles technologies ou l'Internet s'ils oublient ce principe de base.

Tout le monde s'accordera à dire que les personnes préfèrent s'enrichir en Euros qu'en pourcentage. Donc, on préféra s'enrichir de 1 000 €, même si ça ne représente que 1 % de 100 000 €, plutôt que s'enrichir de 100 €, résultat de 10 % de gain sur 1 000 €. Le raisonnement en Profit Économique (c'est-à-dire en Euros) est donc préférable au raisonnement en pourcentage de la marge.

On peut aussi utiliser une autre analogie. Pour avoir un verre de jus d'orange pressée, on peut utiliser une petite orange juteuse mais on n'obtiendra généralement qu'un fond de verre. On peut aussi utiliser deux oranges moyennement juteuses et on obtiendra un verre plein. L'idéal serait d'avoir une grosse orange très juteuse mais la réalité montre qu'elles sont difficiles à trouver. Or, l'essentiel est d'avoir le verre plein afin d'étancher sa soif, peu importe le nombre d'oranges utilisées.

Et de six.

Le Profit Économique, calculé en Euros, se prête bien à toutes sortes d'analyses. La somme des Profits Économiques de deux divisions donne le Profit Économique de l'ensemble. La somme des Profits Économiques annuels générés tout au long de la vie d'un projet donne le Profit Économique de ce projet (éventuellement après actualisation ou capitalisation). Le Profit Économique de 100 € généré par l'entreprise A crée plus de valeur que le Profit Économique de 25 € généré par l'entreprise B. Répartir un Profit Économique permet de mettre en place un système de rémunérations variables, etc. Faire le même type d'opérations avec un rendement oblige à passer par des calculs de moyennes géométriques de pourcentages ou d'indices. Or, ces calculs deviennent de plus en plus difficilement compréhensibles au fur et à mesure que l'on descend dans la hiérarchie d'une entreprise. Le concept de Création de Valeur n'a pourtant de chance d'être efficace que s'il est décentralisé au plus bas d'une organisation.

Et de sept.

Pour clore notre boutade footbalistique, on pourrait écrire : Profit Économique : 7 – rci : 0.

Le rci est donc de peu d'utilité. Oublions le rci et concentrons notre attention sur le Profit Économique.

9 Flux de Trésorerie Disponible et Création de Valeur

Maintenant que nous connaissons le Profit Économique, revenons un instant sur les FTD pour les écarter définitivement, comme nous avons écarté ci-dessus le Rendement des Capitaux Investis.

Car, « Un seul Dieu, tu adoreras », lit-on dans la Bible.

(Cf. Chap. 3 : *Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

On peut ériger le Profit Économique en outil de gestion **exclusif** d'une entreprise. Ce faisant, on ne renie pas pour autant le Flux de Trésorerie Disponible qui pourrait être une référence de gestion orthodoxe dans le cadre d'une Gestion par la Valeur. Peut-on pour autant en faire un outil de gestion ? Peut-on se fixer un objectif de FTD ? NON ! Nous l'avons déjà indiqué plus haut.

À la rigueur, on pourrait se fixer un objectif de REMIC. Or comment le faire sans référence à une progression dans le temps et surtout aux Capitaux Investis et au Coût du Capital, pour s'assurer que l'objectif fixé ou le niveau réellement atteint est bien suffisant ? Ce qui revient à parler de Profit Économique positif ou en amélioration.

En revanche, on ne peut se régir en fonction du seul FTD. Car, même avec un REMIC mauvais en valeur absolue ou en détérioration, on peut améliorer le FTD. On peut citer divers exemples absurdes d'une telle situation, soit disant bonne :

- on peut serrer le crédit client à un niveau tel qu'on perd des ventes pourtant rentables,
- on peut réduire les stocks à un niveau tel qu'on est en rupture sur des produits intéressants,
- on peut tirer sur les fournisseurs au-delà du raisonnable au point qu'on dégrade le crédit de l'entreprise auprès d'organismes tels que D&B en plus des fournisseurs concernés,
- on peut céder des Immos pourtant bien productives,
- on peut hésiter à réaliser des investissements rentables et donc souhaitables,
- on peut réaliser des investissements superfétatoires ou faiblement rentables dans le seul but d'épuiser une autorisation budgétaire,
- etc.

Pour s'assurer que tous ces cas absurdes ne se produisent pas, il faudrait considérer parallèlement au FTD toute une série d'autres indicateurs alourdissant considérablement le *reporting* et le contrôle de gestion.

De plus, on ne pourrait envisager de gérer le FTD que dans une optique multi-période, à l'infini ou du moins sur le très long terme. En effet, dans une optique mono-période, le FTD d'une année est un outil « diachrone » : il mélange le REMIC d'aujourd'hui, produit des investissements (€ Immos) d'hier avec les investissements d'aujourd'hui qui produiront le REMIC de demain.

Enfin, gérer le FTD procède d'une régulation par les quantités : comme une entreprise a du mal à évaluer prospectivement le Rendement des Capitaux Investis et surtout comme elle applique à ceux-ci un coût soit nul soit mal appréhendé, elle aura tendance à restreindre les utilisations de capitaux *ex ante*. Une telle façon de procéder équivaut à d'autres types de régulation par les quantités que la France a connues : contrôle des changes (n'empêchant pas de brusques dévaluations épisodiques), contrôle du crédit et des prix (n'empêchant pas la croissance de la masse monétaire et l'inflation). Une culture de méfiance déresponsabilisante aboutissant à des projections optimistes (*ex ante* pour obtenir l'autorisation d'engagement des fonds) mais jamais tenues (*ex post* une fois les fonds effectivement engagés).

Or il est bien connu, qu'en Économie il existe un autre type de régulation : celle par les prix. Il semble prouvé qu'elle est plus efficace. Les changes flottants et la libre circulation des capitaux n'ont pas empêché la création de l'Euro au contraire, la liberté des prix et d'emprunt ont été accompagnées d'une inflation quasiment nulle, etc.

Gérer le Profit Économique procède d'une régulation par les prix : une entreprise a beaucoup plus de liberté pour investir des capitaux comme bon lui semble mais ces capitaux lui sont facturés explicitement et à un niveau élevé (de plus dans un Système de Gestion par la Valeur complet c'est-à-dire incluant un volet de rémunérations, les dirigeants de cette entreprise acceptent qu'une partie substantielle de leur rémunération soit déterminée rétrospectivement par la plus ou moins bonne utilisation qu'ils font de ces capitaux, telle que mesurée *ex post*). Une culture de confiance incitant à la prise de responsabilités, aboutissant à des projections conservatrices et systématiquement dépassées.

Le Profit Économique, quant à lui, peut bien être utilisé comme outil de gestion.

Tout d'abord, l'actualisation au Coût du Capital des Résultats Économiques futurs à l'infini donne elle aussi de manière strictement équivalente la Valeur de l'entreprise, comme

nous venons de le voir ci-dessus. Il est donc tout aussi orthodoxe que les FTD dans une optique de Gestion par la Valeur mais en revanche il ne souffre pas des défauts des FTD.

Par ailleurs, le Profit Économique est bien un outil monopériode et totalement synchrone. Le REMIC a été généré dans l'exercice étudié grâce aux Capitaux Investis durant le même exercice.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

Ensuite, le Profit Économique mesure bien la seule performance intéressante : l'entreprise a-t-elle tiré une rentabilité suffisante des Capitaux Investis ? Tout projet d'investissement dégageant une rentabilité supérieure au Coût du Capital peut et donc doit être entrepris. Foin de malthusianisme ! Nous reverrons ce point ultérieurement.

Enfin, avoir un PE positif ou en amélioration, équivaut bien à avoir un FTD sympathique. Soit le REMIC est augmenté à Capitaux Investis constants, soit les Capitaux Investis sont diminués à REMIC constant soit des Capitaux Investis insuffisamment rentables sont libérés par cession.

Abandonnons donc les dieux des anciens panthéons !

Sachant maintenant comment évaluer la Création de Valeur d'une entreprise, étudions comment cette nouvelle mesure de performance doit être intégrée dans les modes de fonctionnement de l'entreprise pour en faire un véritable Système de Gestion par la Valeur.

TROISIÈME PARTIE

COMMENT ÉVOLUER VERS UN SYSTÈME DE GESTION PAR LA VALEUR ?

Il convient de faire de la Création de Valeur, en tant que mesure d'Évaluation des performances de l'entreprise, le cœur d'un Système de Gestion par la Valeur. Pour cela, les détails du calcul du Profit Économique doivent être précisés afin qu'il soit parfaitement adapté à la réalité économique de l'entreprise. De plus, le Profit Économique doit devenir le vecteur de communication essentiel si ce n'est unique tant à l'intérieur de l'entreprise que vis-à-vis de l'extérieur. Les outils à mettre en place par le DAF dans « son » entreprise lui sont fournis.

CHAPITRE 6

Une bonne Évaluation de la Création de Valeur d'une entreprise demande un certain nombre d'approfondissements des concepts développés au cours des parties précédentes afin d'obtenir une définition du Profit Économique véritablement taillée à la mesure de l'entreprise étudiée.

1 Déterminer les Rivières de Valeur

(Cf. *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise*, p. 29 et suivantes)

Revenons à nouveau sur cette notion extrêmement importante des Rivières de Valeur, à la suite de ce que nous en avons dit dans notre première partie.

Le Profit Économique des Rivières de Valeur va ainsi nous permettre de répondre à la question, absolument primordiale, « où se crée de la valeur ? ».

Les Anglo-Saxons, friands d'expressions toutes faites, mettent l'emphase sur cette question en remarquant fort

justement : « ce n'est pas parce que j'ai une main dans le four et l'autre dans le réfrigérateur, que je peux dire qu'en moyenne je suis bien ! ».

Définition d'une Rivière de Valeur : une Rivière de Valeur est une unité qui est indépendante des autres unités de l'entreprise au sens de la règle d'indépendance évoquée plus haut et qui, s'il ne s'agit pas d'une Rivière de Valeur « ultime », se décompose elle-même en autres Rivières de Valeur de manière complète au sens de la règle d'additivité évoquée plus haut aussi.

(Cf. *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise,* p. 29 et suivantes)

On peut exprimer de manière mathématique, cette règle d'additivité de la manière suivante :

Somme PE Rivières = PE Fleuve Somme CI Rivières = CI Fleuve Somme REMIC Rivières = REMIC Fleuve Moyenne pondérée par les CI des cmc des Rivières = cmc Fleuve
Ou de manière plus générale, Somme PE Rivières d'un niveau de décomposition = PE Rivière du niveau supérieur Somme CI Rivières d'un niveau de décomposition = CI Rivière du niveau supérieur Somme REMIC Rivières d'un niveau de décomposition = REMIC Rivière du niveau supérieur Moyenne pondérée par les CI des cmc des Rivières d'un niveau de décomposition = cmc Rivière du niveau supérieur

Figure 34 : Équation Additivité Rivières de Valeur

Exprimons de manière différente ce qui précède :

Tous les Capitaux Investis d'une entreprise doivent être placés sous la responsabilité de quelqu'un participant au système de rémunérations fondées sur la Création de Valeur que l'on évoquera plus loin.

(Cf. *Chap. 10 : Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur,* p. 233 et suivantes)

Une entreprise qui souhaite implanter un Système de Gestion par la Valeur en son sein ne peut donc pas le faire dans la précipitation. Elle doit d'abord se poser des questions telles que : qui est responsable de quoi à quel niveau ? Ce n'est que lorsqu'elle aura apporté des réponses satisfaisantes à ces questions qu'elle sera en mesure de répartir les différents

constituants de ses Capitaux Investis sous la responsabilité des différents salariés afin qu'ils puissent agir efficacement dessus, c'est-à-dire dans le sens d'une plus grande Création de Valeur.

Réciproquement, tout participant à ce nouveau système de rémunérations doit être rémunéré sur la base de la Création de Valeur générée par la totalité des Capitaux Investis sous sa responsabilité et rien que ceux-là. Les éléments constituant l'assiette de la rémunération de quelqu'un doivent être de sa responsabilité exclusive. En revanche, on ne doit pas mettre dans la mesure de performance des différents salariés, des éléments qui ne sont pas de leur responsabilité et en conséquence sur lesquels ils ne pourront pas agir de manière autonome et responsable.

Le Profit Économique permet donc de s'assurer de la cohérence entre les responsabilités des dirigeants et employés et la mesure de performance qui va servir d'assiette à leur rémunération (le Profit Économique de « leur » Rivière de Valeur).

Le Profit Économique répond donc aussi à la question « qui crée de la Valeur ? ».

Pour calculer le Profit Économique d'une Rivière de Valeur, il faut donc reconstituer, au moins partiellement, un bilan et un compte de résultat, incluant tous les éléments des Capitaux Investis et du REMIC sous la responsabilité des dirigeants et du personnel de cette Rivière de Valeur.

Compte tenu de l'état des systèmes comptables ou d'information de gestion de la plupart des entreprises (qu'elles soient grandes ou petites, sur ce point notre expérience ne nous fait pas constater des différences importantes), on ne pourra pas prétendre dans de très nombreux cas à une exactitude complète. On devra souvent se contenter d'approximations.

En premier lieu, on peut ne pas mesurer un Profit Économique complet mais seulement une contribution à un Profit Économique, avant allocation d'actifs partagés et allocation de coûts partagés : finies les sempiternelles discussions sur les frais de siège.

En deuxième lieu, on peut souvent se contenter d'un raisonnement en grandes masses et en tendance. Ceci est particulièrement vrai, lors de l'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur, lorsqu'on cherche à reconstituer les séries chronologiques de chiffres sur le passé pour une

analyse rétrospective des performances. Mais, ceci peut aussi être vrai, dans les mêmes circonstances, pour une période intérimaire, en attendant la mise en place du système informatique ou de gestion plus performant qui permettra de bien distinguer les Rivières de Valeur individuelles.

Donnons quelques exemples de décompositions en Rivières de Valeur.

Prenons le cas d'une entreprise qui vend à des grands comptes et aux particuliers via des réseaux de distribution différents. On aura certainement intérêt à décomposer une telle entreprise en trois Rivières de Valeur : la production, la distribution aux grands comptes et la distribution aux particuliers. Car en fonction du réseau de distribution, les stocks ne seront pas les mêmes, ni les délais de paiements, ni la logistique… En reconstituant ces éléments comptables, on pourra mesurer séparément la performance de ces trois activités fort différentes et notamment analyser séparément la Création de Valeur de l'activité grands comptes ainsi que celle de l'activité particuliers.

Peut-on considérer dans toute entreprise l'unité de production et l'unité de vente comme des Rivières de Valeur indépendantes ? Il n'y a pas de réponse *a priori*, il faut analyser le cas de chaque entreprise. Cependant une décomposition aussi « standard » que celle-ci ne va pas sans poser de problèmes.

Qui est responsable des Capitaux Investis nommés créances clients ? Les ventes *a priori* ; mais que se passe-t-il si un client ne paye pas parce qu'il y a un défaut de qualité : c'est pourtant bien la responsabilité de la production.

Qui est responsable des stocks ? Tout dépend du contrat interne qu'il y a entre les ventes et la production. Supposons que les ventes se soient engagées sur une production annuelle avec un échéancier. La production produit alors 1 000 unités pour vendre en février. Si en février la force de vente n'en vend que 800. La production se retrouve alors avec un stock supplémentaire de 200. Le responsable n'est pas la production. Donc de manière contraire à l'intuition, le stock devrait dans ce cas particulier faire partie des Capitaux Investis des ventes.

Cette répartition dépend de la culture de l'entreprise, du pays, du niveau de développement de ses systèmes d'informations. Sur tous ces aspects, il faut être très flexible. Tout en ayant un certain nombre d'idées générales claires et précises, voire philosophiques comme celles que nous venons d'énoncer.

La seule bonne méthode est celle qui fonctionne… C'est-à-dire celle qui sera acceptée par les salariés comme étant représentative véritablement de leur performance. C'est sur la base de cette méthode qu'ils vont accepter d'être jugés et donc rémunérés et par rapport à laquelle ils ne vont chercher aucune échappatoire ni négociation.

2 Les retraitements

Afin d'assurer une lecture des comptes de l'entreprise plus économique, c'est-à-dire non seulement plus proche des préoccupations de ses investisseurs mais aussi, et surtout, plus conforme à la vision intrapreneuriale qu'en ont ses dirigeants et employés, il convient, dans l'immense majorité des cas, de procéder à certains retraitements fondés sur les chiffres issus du bilan de l'entreprise. Par retraitements, nous entendons « seulement » la comptabilisation d'une même transaction différemment pour passer d'une logique comptable à une logique économique.

Comment des retraitements peuvent-ils effectivement induire des évolutions culturelles dans la gestion d'une entreprise ? C'est ce que nous verrons à travers quelques exemples illustrant chacune des trois grandes catégories de retraitements.

Garder, à l'Actif du bilan, le montant d'un investissement à la valeur du flux monétaire ayant servi à le mettre sur les livres incite à ne pas se contenter d'une rentabilité médiocre. Ne pas atteindre sur cet actif un rendement égal au Coût du Capital correspondant, va positionner l'unité intégrant cet actif en situation de perte économique. Certes, c'est l'amélioration du Profit Économique qui compte plutôt que sa valeur absolue. Rendre une perte économique de moins en moins importante est créateur de valeur (tout autant qu'accroître un Profit Économique). Mais il ne faut quand même pas oublier que l'objectif est bien d'être en Profit Économique. Or n'importe quel actif peut sembler dégager un bon rendement pourvu qu'il ait été suffisamment déprécié. Il semblera alors être en Profit Économique par rapport à cette valeur dépréciée ou en amélioration grâce à des dépréciations successives. Mais en fait, il sera toujours en perte économique par rapport à sa valeur d'origine. Laisser perdurer cette situation de perte économique réelle serait néfaste à l'entreprise, même si on arrive à montrer un Profit Économique cosmétique. Laisser visible la situation de perte économique réelle peut inciter les dirigeants et employés correspondants à prendre toutes

les mesures qui s'imposent pour non seulement revenir à l'équilibre mais y revenir le plus vite possible.

Prenons un autre cas très concret : celui d'une créance client. Cette question se pose dans toutes les entreprises. Elle se pose avec une acuité toute particulière dans les banques dont le crédit constitue l'activité essentielle. Quelle motivation a le responsable de cette relation client pour recouvrer la créance une fois qu'elle a été provisionnée ? Aucune. Il acceptera le provisionnement sur des bases statistiques comme une fatalité, un coût fixe incontournable faisant partie de son compte d'exploitation. Point. Il préférera se consacrer à la génération de nouvelles affaires (conduisant accessoirement à la constitution de nouvelles provisions et à de nouveaux impayés). Si au contraire le recouvrement de liquidités est pris en considération pour évaluer ses performances, il ne jettera l'éponge que lorsque toutes les voies de recours auront été réellement épuisées. Entre-temps il se sera battu becs et ongles pour récupérer sa créance, au moins partiellement et ici encore le plus rapidement possible.

Venons-en maintenant à la R & D et à son passage en charges ou bien à sa capitalisation. Considérons un dirigeant arrivant dans la deuxième moitié de son exercice budgétaire. Il constate qu'il va avoir du mal à atteindre ses objectifs. Une des premières mesures correctrices qui vont traverser son esprit, sera de réduire ses charges. La R & D passée en charge sera donc concernée. Elle le sera avec d'autant moins de remords que ses fruits éventuels ne seraient générés que durant les exercices suivants. « Après moi le déluge ! » pourrait-il être tenté de dire. La R & D capitalisée n'aurait pas à subir une telle infamie. La R & D amortie durant l'exercice en cours provient de celle qui a été « dépensée » au cours des exercices passés. Celle de l'exercice en cours n'aura un impact que sur les exercices suivants. L'avenir ne sera pas sacrifié au présent.

Enfin, considérons les frais de restructuration (indemnités de licenciement ou autres). Combien de fois entend-on dans ce genre de situation des commentaires ou justifications telles que : « quitte à montrer une perte de 100 autant en montrer une de 500, chargeons la barque et nettoyons le bilan » ou bien encore : « passons-le en pertes et profits et on n'en parlera plus » (c'est rarement des profits et beaucoup plus souvent des pertes exceptionnelles). Continuer à porter ces montants au bilan et non pas les voir disparaître dans un compte d'exploitation antérieur, c'est requérir un rendement sur cette immobilisation de fonds des investisseurs. C'est

envisager sérieusement une analyse d'investissement et donc se poser la question de la rentabilité de cet investissement comme de tout autre. C'est être économe de l'argent ainsi investi, afin de mieux en assurer la rentabilité. C'est envisager toutes les solutions alternatives donnant sensiblement le même résultat à un moindre coût.

À titre purement intuitif, nous sommes prêts à prendre le pari que, dans ces conditions, beaucoup de licenciements seraient évités car leur « rentabilité » (odieuse application d'une notion au demeurant incontournable) ne serait pas assurée.

La réalité des faits que nous venons de décrire repose sur une sorte de syllogisme à l'étendue plus vaste. Nous améliorons ce que nous évaluons. Nous rétribuons ce que nous évaluons. L'évaluation et/ou la rétribution influencent les comportements. Quand nous citons ces exemples, on nous objecte qu'ils ne peuvent pas survenir dans l'entreprise où nous discourons car celle-ci a en place des méthodes de gestion très efficaces. À propos de l'exemple de la R & D, on nous rétorque par exemple : « chez nous pour éviter ce genre de comportement pervers, nous avons institué une règle qui dit que le budget de R & D **doit** être dépensé ». Ce à quoi nous répondons : « mais alors, le dirigeant responsable de ce centre de profit n'en est pas véritablement et complètement responsable ; vous n'avez pas mis en place une véritable gestion par objectifs ; vos dirigeants n'ont qu'une obligation de moyens ». Excès de centralisme, manque de délégation, ce qui revient à se demander : « comment les ordres ont-ils été exécutés » plutôt que « quelles initiatives a-t-on pris pour atteindre des résultats ».

Dans ces conditions, on comprend aussi qu'il est difficile que progresse, dans notre pays, la dissémination de rémunérations variables fondées sur les performances économiques générées. En effet, et par souci de cohérence, on est obligé d'en rester à des rémunérations reposant sur des revues de performance incluant une vaste batterie d'indicateurs, essentiellement qualitatifs ou tout du moins dont l'accomplissement est apprécié qualitativement.

On peut mieux évaluer la performance en recherchant une vision plus économique de l'entreprise grâce à des retraitements s'éloignant de la comptabilité traditionnelle. Ainsi on changera les comportements face à des décisions individuelles. On modifiera aussi le style général de management de nos entreprises en le fondant sur la notion d'obligation de résultats plutôt que sur celle de moyens comme il l'est

aujourd'hui. Il sera alors beaucoup plus facile de mettre en place des systèmes de rémunération variable fondés sur la performance économique de l'entreprise.

C'est pourquoi les retraitements sont nécessaires, ils sont de trois types.

2.1 Premier type de retraitement : les non-flux

Nous parlerons ici de comptabilité en charges calculées plutôt qu'en flux de liquidités, ce que l'on traduit en anglais par *cash* vs. *non cash*.

Comme nous l'avons écrit, hormis la question des amortissements sur immobilisations corporelles, le Profit Économique ne considère que les flux monétaires. Or, la présentation traditionnelle des comptes des entreprises incorpore toute une série d'éléments non représentatifs de flux monétaires réels : transferts de charges ou produits, provisions et amortissements. Pourtant, l'équation fondamentale d'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles nous enseigne que les investisseurs ne sont véritablement sensibles qu'aux aspects de flux à une seule exception près que nous avons déjà signalée (amortissement des immobilisations corporelles). Les autres n'ont guère de sens économique. Pour ceux qui ont un sens économique, la meilleure place de ces éléments non-monétaires est d'être réintégrés dans les Capitaux Investis de manière générale et dans les Fonds Propres dans la vue du Passif (à défaut de bien les incorporer au Besoin en Fonds de Roulement, pour certains d'entre eux).

2.1.1 Le cas des comptes de régularisation

Les comptes de régularisation Passifs ou produits différés tels des abonnements vont aller en augmentation des Fonds Propres. Les charges à répartir ou comptes de régularisation Actifs vont aller en diminution des Fonds Propres. Ceci tend à mieux s'approcher de la véritable génération de liquidités de l'entreprise.

2.1.2 Le cas des provisions pour dépréciation d'actifs

Les provisions pour dépréciation d'actifs vont subir un traitement analogue : aller en augmentation des Fonds Propres. En effet, dans une comptabilité économique, elles n'intéressent guère les investisseurs (même si elles sont appelées parfois amortissement d'éléments incorporels). En effet, ils ont bien investi 100 F dans l'entreprise d'une manière ou d'une autre

pour que celle-ci acquière un actif pour ce montant. C'est ce montant-là (les liquidités investies en leur temps) qu'ils veulent voir au bilan de « leur » entreprise pour pouvoir mesurer correctement l'investissement qu'ils y ont réalisé au fil du temps et par la suite le rendement qu'ils en tirent année après année.

(Cf. *Chap. 3 : Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

Les investisseurs raisonnent en deux temps, comme nous avons commencé à l'évoquer plus haut :

– d'abord montant de l'investissement réalisé,
– ensuite valeur de cet investissement pour mesurer la Création de Valeur Externe.

Or la valeur de l'investissement ne dépend en rien de la situation nette comptable telle qu'elle résulte du passage de provisions pour dépréciations d'actifs diverses et variées. À notre connaissance, rares sont les transactions d'achat – vente d'entreprises qui se négocient exactement au prix donné par la situation nette comptable. Il y a systématiquement une décote ou une sur-cote, parfois même très importante. Alors si le montant de ces provisions est purement arbitraire et ne peut servir de guide économique, autant ne pas en tenir compte dans le raisonnement économique (même si la fiscalité a ses impératifs que la comptabilité intègre). Les investisseurs contre-passent donc systématiquement ces écritures pour raisonner en Actifs bruts, les seuls à retracer le montant réel de leur investissement.

2.1.3 Le cas du *goodwill*

Que représente réellement cet élément qui fait couler tant d'encre ? Rien d'autre que le phénomène suivant : « Une entreprise A achète une entreprise B pour un montant de 100. Lorsque A intègre B pour la première fois dans ses comptes, elle comptabilise, pour remplacer son poste Titres de Participations, au débit de différents comptes d'Actif : liquidités, clients, stocks, immobilisations corporelles et incorporelles et autres, divers montants dont le total n'est que de 95 par exemple. Ces divers montants peuvent d'ailleurs avoir été fixés à dires d'expert si la législation pertinente le permet. Ils peuvent donc ne pas correspondre aux montants comptabilisés par B avant l'acquisition. Pour équilibrer son écriture comptable, A crée un compte de *goodwill* qu'elle débite de 5. On appelle aussi ce compte : survaleur, écart d'acquisition, écart de première consolidation, etc.

Mais ces procédures administratives sont de peu d'importance économique aux yeux des investisseurs. Le fait est que

les dirigeants de A ont cru bon de demander des liquidités totales de 100 à ses investisseurs, augmentant d'autant les fonds gérés par eux.

Or, si les immobilisations corporelles s'usent parce qu'on s'en sert, le *goodwill* s'use quand on ne s'en sert pas ! Un actif semblable à celui-ci est-il éligible à un éventuel amortissement dans le cadre conceptuel que nous décrirons ci-après pour les immobilisations corporelles ? La réponse est : Non !

Seule la valeur brute du *goodwill* est donc à considérer dans le calcul des Capitaux Investis, comme pour tous les actifs semblables, et ce, que le *goodwill* ait été amorti via le compte d'exploitation ou directement sur les Fonds Propres dans les cas autorisés. On contrepassera donc les amortissements cumulés du *goodwill* de la comptabilité pour passer à la vision économique pour ce qui est du bilan ; au compte de résultat, il y aura lieu de ne rien faire, puisque l'amortissement annuel du *goodwill*, se fait au-delà du Résultat d'Exploitation.

Seules les immobilisations corporelles sont à prendre en net des amortissements économiques.

2.1.4 Le cas des « coups d'accordéon » ou des reports à nouveau négatifs

De telles opérations reviennent à diminuer les Fonds Propres de manière cosmétique sans correspondre véritablement à des retours de liquidités aux investisseurs. L'analyste extérieur comme les dirigeants ou employés en dérivent une vision minorée de la véritable consommation de liquidités de l'entreprise. Il convient donc de réintégrer ces éléments aux Capitaux Investis pour bien montrer la totalité de l'investissement réalisé par les investisseurs et consommé par les dirigeants et employés.

2.1.5 Le cas des éléments hors-bilan

Le cas des éléments hors-bilan : escompte d'effets commerciaux, cessions de créances en tous genres, titrisation, locations financières diverses et variées (leasings ou crédits-baux ou autres) est similaire au cas antérieur. Ces éléments doivent être réintégrés dans les Capitaux Investis de la même manière ; s'ils ont un impact au niveau du Résultat d'Exploitation, celui-ci doit être retraité de manière correspondante pour le calcul du REMIC, en lui donnant la nature financière qui est le plus souvent la sienne.

Ils ne constituent que des arrangements de type administratif ou financier sans véritable portée économique. En effet, il convient de bien distinguer entre deux types d'opérations.

Donnons un exemple concret appliqué à l'entreprise ABC.

Chiffre d'Affaires : 12 000 €

Les clients paient à 90 jours soit un poste Clients dans les Capitaux Investis : 3 000 € dans les 4 500 de son poste Clients + Autres créances d'exploitation.

Réduire le délai client à 60 jours diminuerait de 1 000 € les Capitaux Investis en faisant passer le poste Clients à 2 000 € (en supposant qu'il n'y ait aucun impact sur les ventes).

L'entreprise pourrait envisager de diminuer son poste Clients du même montant en « titrisant » un tiers de ses créances.

Dans le premier cas, il s'agit d'une véritable diminution économique de son Besoin en Fonds de Roulement en raison d'un changement dans l'exploitation de l'entreprise et il est normal de le considérer dans les Capitaux Investis. Dans le second cas, il s'agit d'une décision de type financier après que l'exploitation de l'entreprise eut dégagé un Besoin en Fonds de Roulement inchangé puisque l'exploitation de l'entreprise n'a pas changé. D'où ici encore l'avantage à décrire les Capitaux Investis par l'Actif du bilan, de manière quasi physique, telle que les opérationnels de l'entreprise le perçoivent dans leur vécu quotidien.

2.1.6 Le cas des provisions pour risques et charges

On peut raisonner de manière similaire avec les provisions pour risques et charges ou pour impôts différés.

Nous n'incluons pas dans cette rubrique les provisions pour congés payés ou autres provisions qui ressemblent plus à des différés de paiement assimilables en tous points à des éléments de Besoin en Fonds de Roulement.

Tant que les provisions pour risques et charges ne sont pas payées, elles représentent des liquidités générées par l'entreprise et qui n'en sont pas encore sorties. Elles représentent donc bien une ressource de l'entreprise ayant servi à financer les Capitaux Investis. Reste à savoir si ce sont des Dettes Financières ou bien des Fonds Propres.

Une différence doit être faite entre deux types de provisions : celles de type actuariel (notamment les retraites) et les autres. Les provisions de type actuariel sont bien des Dettes

Financières et nous les traiterons dans le paragraphe suivant.

Quatre arguments militent clairement en faveur d'une classification en Fonds Propres des autres types de provisions. Les voici.

D'abord, il n'y a que deux types d'investisseurs et deux seulement : les actionnaires et les créanciers. L'argent des provisions ne provient clairement pas des créanciers. Il ne peut donc provenir que des actionnaires.

En deuxième lieu, considérer les provisions comme une Dette Financière, c'est implicitement se placer dans une perspective liquidative de l'entreprise. Dans une perspective de continuité de l'exploitation, on voit clairement que les provisions sont toujours au bilan et pour des montants plutôt croissants. Si on pouvait marquer un Euro de ces provisions au Carbone 14, on constaterait en effet que selon les années, cet Euro rentre ou sort. Et donc cet Euro particulier est bien une Dette Financière. Mais comme dans leur ensemble, les provisions sont toujours là, force est donc de constater que, collectivement, elles constituent bien des Fonds Propres.

Ensuite, si l'entreprise disposait d'un droit de créance sur ses actionnaires, on pourrait très bien envisager que l'entreprise distribue la totalité de son résultat quitte à procéder à une augmentation de capital lorsque ces provisions deviennent dues. L'entreprise dispose bien d'un tel droit dans le cas du capital souscrit et non appelé ou du capital appelé et non versé ou dans le cas d'une SNC. Les provisions constituent donc en quelque sorte une augmentation de capital réalisée trop tôt.

Enfin, l'entreprise a aussi le choix de charger une compagnie d'assurances du service de ces provisions, moyennant le paiement immédiat d'une prime égale à la provision constituée. L'argent correspondant ne serait plus dans les Capitaux Investis de l'entreprise. Par contre, il ferait partie intégrante des Capitaux Investis de ladite compagnie d'assurances. Or il est bien connu que les compagnies d'assurances n'ont pas de Dettes Financières. Ce montant ferait donc partie des Fonds Propres de cette compagnie d'assurances. En choisissant de ne pas avoir recours à une compagnie d'assurances tierce, l'entreprise s'auto-assure et ajoute donc de fait un nouveau métier à son objet social. Son bilan est alors le consolidé entre son métier industriel et son activité d'assurance. Il incorpore donc l'effet comptable de ces provisions, à savoir les Fonds Propres de la compagnie d'assurances.

Voilà pourquoi, pour la mesure des Capitaux Investis, il convient d'incorporer aux Fonds Propres toutes les provisions, qu'elles soient au Passif ou qu'elles aient été portées en diminution de certains postes d'Actif dans la comptabilité. Les postes d'Actif, Immobilisations ou éléments du Besoin en Fonds de Roulement, doivent être pris en brut, hors déduction de toute provision pour dépréciation d'actifs. Seules les immobilisations corporelles sont prises nettes des seuls amortissements économiques.

2.1.7 Le cas des provisions de retraite

En quoi le traitement des provisions de retraite doit-il être différent ? Les provisions de retraite au Passif sont d'un type actuariel. Elles se comportent comme une sorte de *zero coupon bond* (obligation à coupon zéro). C'est-à-dire que l'entreprise passe dans son compte de résultat une dotation supplémentaire chaque année pour ajuster la valeur du stock au Passif, et cette écriture est en tout point équivalente à un intérêt financier. Il y a donc lieu de ne pas considérer la dotation correspondante dans le calcul du REMIC.

Les employés sont donc à ce titre des créanciers de l'entreprise comme les autres. La réserve spéciale de participation laissée dans l'entreprise est aussi considérée comme une Dette Financière. Dans les deux cas, les employés ont la possibilité théorique d'investir l'argent qui leur est actuariellement dû en dehors de l'entreprise.

Les provisions de type actuariel doivent donc être incluses dans les Dettes Financières pour le calcul des Capitaux Investis. Leur pendant dans le compte de résultat, s'il est pris en considération dans le Résultat d'Exploitation doit être extourné car il a la nature d'une charge financière pour ne pas être inclus dans le REMIC.

2.1.8 Le cas des amortissements

Nous avons déjà indiqué pourquoi le REMIC inclut l'amortissement des immobilisations corporelles et pourquoi les Capitaux Investis incluent les immobilisations corporelles à leur valeur nette des amortissements cumulés. Cependant il convient de s'assurer que la durée retenue pour l'amortissement comptable est bien conforme à la durée de vie économique des biens correspondants.

Dans une vision économique et de gestion entrepreneuriale de l'entreprise, en matière d'amortissement, un truisme

s'impose : si un bien est en production dans l'atelier, il doit apparaître au bilan avec une valeur nette non nulle ; un bien apparaît au bilan avec une valeur nette nulle le jour de sa mise au rebut et donc de sa disparition physique de l'atelier. Force est de constater que pour quantité de bonnes raisons (notamment économie d'impôts), cette règle n'est pas respectée dans la réalité des entreprises : quantité de biens sont encore en production alors qu'ils sont à une valeur nette au bilan nulle depuis bien longtemps. Le rythme d'amortissement choisi par l'entreprise est trop rapide par rapport à la durée de vie économique réelle. Il convient donc dans de nombreux cas de retraiter les amortissements pour les ajuster à la durée réelle d'utilisation des biens correspondants.

Les trois tableaux ci-après nous aiderons à expliquer l'intérêt d'un tel retraitement.

Tableau A

Le Tableau A ci-dessous étudie le cas d'une immobilisation corporelle dont la durée d'amortissement est de 5 ans alors que sa durée de vie économique réelle est de 8 ans. L'immobilisation corporelle n'est effectivement mise au rebut qu'au terme de la huitième année.

Par rapport à l'amortissement réel, l'amortissement actuel montre une rentabilité sous-évaluée durant les premières années et sur-évaluée durant les dernières années. Ceci induit une distorsion dans l'analyse des performances de cette opération.

Une durée d'amortissement conforme à la durée de vie économique réelle d'une immobilisation corporelle doit donc être recherchée.

Dans les deux cas, l'amortissement linéaire montre une rentabilité croissante dans le temps, ce qui ne correspond pas à la réalité industrielle. Pourquoi changer une telle immobilisation corporelle ? Ceci va contre l'intuition des opérationnels. D'autres types d'amortissement permettent de corriger ce point. Nous le verrons dans le Tableau B ci-après.

Exercice	1	2	3	4	5	6	7	8
Montant	300							
Durée d'amortissement actuelle	5							
Vie économique réelle	8							
REMIC hors amortissement	100	100	100	100	100	100	100	100
cmc	10 %							
Amortissement Actuel								
Valeur début exercice	300	240	180	120	60			
Dotation amortissement actuelle	60	60	60	60	60			
Valeur fin exercice	240	180	120	60	0			
REMIC après amortissement	40	40	40	40	40	100	100	100
rci	13,33 %	16,67 %	22,22 %	33,33 %	66,67 %	infini	infini	infini
Charge des Capitaux Investis	30	24	18	12	6	0	0	0
Profit Économique	10	16	22	28	34	100	100	100
VAN des P.E.	233							
Amortissement Réel								
Valeur début exercice	300	262,5	225	187,5	150	112,5	75	37,5
Dotation amortissement réelle	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5	37,5
Valeur fin exercice	262,5	225	187,5	150	112,5	75	37,5	0
REMIC réel	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5
rci	20,83 %	23,81 %	27,78 %	33,33 %	41,67 %	55,56 %	83,33 %	166,6 %
Charge des Capitaux Investis	30,00	26,25	22,50	18,75	15,00	11,25	7,50	3,75
Profit Économique	33	36	40	44	48	51	55	59
VAN des PE	233							
Pas d'impact fiscal puisqu'il s'agit de « management accounting »								

Tableau 9 : Retraitement des amortissements avec durée de vie économique – A

Tableau B

Le Tableau B étudie différents rythmes d'amortissement :

- le linéaire classique,
- un amortissement progressif comme pour le remboursement de principal d'un emprunt aux échéances totales (principal plus intérêts) constantes : les premières années d'utilisation une immobilisation corporelle se détériore peu ; en revanche, les dernières années, elle se dégrade très rapidement.

Ici aussi puisqu'on se situe dans une perspective de « management accounting », il n'y a pas lieu de s'occuper de la fiscalité. En effet, celle-ci dépend de la comptabilité fiscale qui peut être tout autre.

Année	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
« REMIC » (avant amortissement mais après maintenance)		500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	0	0
Valeur Acq. Immob. corporelle	1 000												
cmc	10,00 %												
Sans Investissement de maintien : durée de production 5 ans													
Amortissement linéaire		200	200	200	200	200	0	0					
Valeur Résiduelle		800	600	400	200	0	0	0					
CCI		100	80	60	40	20	0	0					
Total des charges liées au Capital		300	280	260	240	220	0	0					
PE		200	220	240	260	280	0	0					
Var. PE		200	20	20	20	20	– 280	0					
VAN PE	895												
VAN Var. PE	81												
Amortissement progressif		164	180	198	218	240	0	0					
Valeur Résiduelle		836	656	458	240	0	0	0					
CCI		100	84	66	46	24	0	0					
Total des charges liées au Capital		264	264	264	264	264	0	0					
PE		236	236	236	236	236	0	0					
Var. PE		236	0	0	0	0	– 236	0					
VAN PE	895												
VAN Var. PE	81												
Avec Investissement de maintien : durée de production 10 ans													
Amortissement linéaire/0		100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	0	0
Amortissement linéaire/1				13	13	13	13	13	13	13	13	0	0
Amortissement linéaire/2						19	19	19	19	19	19	0	0
Amortissement linéaire/3								33	33	33	33	0	0
Amortissement linéaire/4										82	82	0	0
Total amort		100	100	113	113	131	131	164	164	246	246	0	0
Investissement Maintien	508		100	0	113	0	131	0	164	0	0	0	0
Valeur Résiduelle		900	900	788	788	656	656	492	492	246	0	0	0
CCI		100	90	90	79	79	66	66	49	49	25	0	0
Total des charges liées au Capital		200	190	203	191	210	197	230	213	295	271	0	0
PE		300	310	298	309	290	303	270	287	205	229	0	0
Var. PE		300	10	– 13	11	– 19	13	– 33	16	– 82	25	– 229	0
VAN PE	1 762												
VAN Var. PE	160												
Amortissement progressif		63	69	76	84	92	101	111	122	135	148	0	0
Amortissement progressif/1				6	7	7	8	9	10	11	12	0	0
Amortissement progressif/2						12	13	14	16	17	19	0	0
Amortissement progressif/3								26	29	32	35	0	0
Amortissement progressif/4										84	92	0	0
Total amortissementt		63	69	82	90	111	122	160	176	278	306	0	0
Investissement maintien	458	0	69	0	90	0	122	0	176	0	0	0	0
Valeur Résiduelle		937	937	855	855	744	744	584	584	306	0	0	0
CCI		100	94	94	86	86	74	74	58	58	31	0	0
Total des charges liées au Capital		163	163	176	176	196	196	235	235	337	337	0	0
PE		337	337	324	324	304	304	265	265	163	163	0	0
Var. PE		337	0	– 13	0	– 21	0	– 38	0	– 102	0	– 163	0
VAN PE	1 803												
VAN Var. PE	164												

Tableau 10 : Retraitement des amortissements avec différents rythmes et allongement de la durée de vie économique par maintenance – B

Ce tableau montre que la rentabilité globale de cet investissement sur sa période de vie est indépendante du système d'amortissement retenu pour la mesure du Profit Économique : VAN des PE ou des variations de PE égale dans tous les cas de figure (et tout autre que nous aurions détaillé). Donc la notion de rythme d'amortissement est une décision de gestion empreinte d'un certain arbitraire, indépendante de l'économie de l'investissement. Elle doit être guidée par l'influence qu'elle aura sur les comportements ou attitudes des opérationnels concernés par rapport à l'immobilisation corporelle concernée.

En revanche, l'amortissement progressif donne des PE constants en ligne avec la constance du REMIC avant amortissement. Ceci est plus logique que la progression constatée dans le cas de l'amortissement linéaire. En ce sens, l'amortissement progressif est préférable à l'amortissement linéaire.

L'amortissement progressif fait porter l'essentiel du poids du renouvellement sur les derniers utilisateurs à la veille de la mise au rebut de l'immobilisation corporelle considérée. Ce qui peut paraître plus « juste » que de faire porter ce poids sur les premiers utilisateurs juste après sa mise en service. C'est seulement la répartition intertemporelle qui change.

La deuxième partie de ce même Tableau B, montre comment l'investissement de maintien (ou la maintenance préventive lourde) est « créateur de valeur », en permettant l'allongement de la durée de vie d'une immobilisation corporelle.

Dans tous les cas alternatifs d'amortissement, les personnels concernés seront bénéficiaires de leurs efforts en ce sens. La bonne comptabilisation induira la bonne attitude. Si l'amortissement n'était pas réparti sur la durée de vie allongée grâce à l'investissement de maintien, les opérationnels concernés seraient pénalisés deux fois : par une durée d'amortissement trop courte et par la charge de cet investissement de maintien. Ils n'auraient alors aucune incitation à effectuer cette tâche de bon sens. La mauvaise comptabilisation induirait une mauvaise attitude.

Les différences entre les VAN des diverses alternatives ne sont pas significatives : elles proviennent seulement d'approximations dans les calculs.

Avec ce nouveau rythme d'amortissement, on appréhende mieux la décision de renouvellement d'une immobilisation corporelle. Toutefois, le REMIC ne peut être supposé constant, surtout après maintenance. Dans la réalité industrielle, il a tendance à décroître vers zéro. Ceci sera étudié au Tableau C ci-après.

Tableau C

Le Tableau C lève donc cette hypothèse irréaliste de la constance du REMIC.

En effet, l'expérience industrielle tend bien à montrer qu'une immobilisation corporelle vétuste coûte de plus en plus à maintenir. D'un REMIC avant maintenance constant, on passe après maintenance croissante dans le temps à un REMIC décroissant. On obtient, même après amortissement (c'est-à-dire alors même que la base de Capitaux Investis est décroissante), un PE décroissant.

Année	0	1	2	3	4	5	6
« REMIC » (avt amort et maintenance)		647	647	647	647	647	
Maintenance		147	162	178	196	216	
« REMIC » (avt amort mais après maintenance)		500	485	469	451	431	
Valeur Acq. immobilisation corporelle	1 000						
cmc	10,00 %						
Amortissement linéaire		200	200	200	200	200	0
Valeur Résiduelle		800	600	400	200	0	0
CCI		100	80	60	40	20	0
Total des charges liées au Capital		300	280	260	240	220	0
PE		200	205	209	211	211	0
Var. PE		200	5	4	2	0	– 211
VAN PE	783						
VAN Var. PE	71						
Amortissement progressif		164	180	198	218	240	0
Valeur Résiduelle		836	656	458	240	0	0
CCI		100	84	66	46	24	0
Total des charges liées au Capital		264	264	264	264	264	0
PE		236	221	205	187	167	0
Var. PE		236	– 15	– 16	– 18	-20	– 167
VAN PE	783						
VAN Var. PE	71						

Tableau 11 : Retraitement des amortissements avec impact de la maintenance sur le REMIC – C

La constatation d'un PE négatif (c'est-à-dire après Coût du Capital sur une valeur déjà bien amortie) peut alors servir de moteur pour la décision d'investissement de renouvellement. En gestion classique, seul le Résultat d'Exploitation négatif aurait pu servir de déclencheur pour une telle décision : soit bien plus tard, en principe. Ce qui a tendance à choquer les

opérationnels : en effet, ceux-ci ont l'intuition de la mauvaise productivité du bien alors même que la comptabilité traditionnelle ne le montre pas.

En prenant bien en considération la maintenance, le profil dans le temps du Profit Économique semble plus conforme à l'expérience, et ce tout particulièrement avec un rythme d'amortissement progressif. Les « chiffres » montent alors bien ce que les opérationnels ressentent.

Synthèse

La durée d'amortissement retenue pour la comptabilité économique doit être le plus proche possible de la durée de vie réelle des immobilisations corporelles considérées.

Le rythme d'amortissement préférable est le progressif.

L'investissement de maintien ou la maintenance doivent être portés au crédit des personnes concernées en raison de l'allongement de la durée de vie ainsi obtenue : sinon ils seront doublement pénalisés les premières années (le coût de la maintenance et une durée d'amortissement trop courte) et n'auront aucune motivation pour effectuer ces « bonnes actions ».

Des rentabilités fortes ou croissantes avec des immobilisations vétustes ne peuvent être que le résultat de distorsions comptables dues au non-respect des règles précédentes.

Les amortissements pris en compte pour le REMIC doivent être ceux de type économique que nous venons de décrire : il convient d'extourner la dotation comptable pour lui substituer la dotation économique que nous venons de décrire ; de même pour le calcul des Capitaux Investis avec les amortissements cumulés.

La plupart des entreprises utilisent pour le calcul de ces éléments, un logiciel de gestion des immobilisations. Il suffira de faire « tourner » ce logiciel deux fois avec deux jeux différents de durées d'amortissement : celui avec les durées comptablo-fiscales et celui avec les durées économiques. Les grands groupes ont l'habitude de faire ce genre de double traitement pour la réalisation de leurs comptes consolidés : en effet, les filiales tiennent une comptabilité fortement influencée par les considérations fiscales locales qui n'ont que très rarement et très peu à voir avec les normes comptables imposées globalement par le Groupe ; les filiales sont donc déjà obligées de tenir une deuxième comptabilité pour les besoins de la consolidation et cette dernière inclut assez souvent des durées et des rythmes d'amortissement différents.

2.2 Deuxième type de retraitement : l'amortissement de certaines charges

Ils concernent la comptabilisation en continuité de l'exploitation vs. en liquidation, ou comme on l'exprime en anglais *operating charges* vs. *non operating charges or investments.*

La Création de Valeur se place résolument dans une optique de continuité de l'exploitation. C'est le passage d'une perspective *de facto* de liquidation de l'entreprise à une perspective *réelle* de continuité de l'entreprise (par exemple les frais ou investissements R.&D et communication). Dans des industries lourdes en recherche et développement comme l'industrie pharmaceutique par exemple, ce seul retraitement peut constituer près de la moitié des Capitaux Investis totaux, ce qui revient à doubler l'Actif comptable. La vision de l'entreprise en sera nécessairement différente.

De très nombreuses études, menées dans plusieurs pays, à diverses époques, sur des échantillons d'entreprises très variés, concluent toutes de la même manière. Les entreprises qui annoncent des dépenses de Recherche et Développement en hausse voient leur valeur progresser et ce d'autant plus qu'elles sont dans des secteurs moins matures. Réciproquement, les entreprises qui annoncent des baisses de R & D voient leur valeur chuter.

Ceci nous amène à constater qu'en dépit des affirmations de la profession comptable, la présentation traditionnelle des comptes est faite dans une optique liquidative de l'entreprise plutôt que dans une véritable optique de continuité d'exploitation. En ce sens, les états financiers traditionnels sont plus faits pour les créanciers que pour les actionnaires. Les comptes sont en effet un peu trop dominés par le principe de prudence. Ils en oublient le principe de concordance dans le temps des recettes et des dépenses.

L'exemple caractéristique de cette affirmation est celui des investissements immatériels : que ce soit typiquement la recherche et développement ou toute autre dépense passée en charge d'un seul exercice alors que ses effets vont porter des fruits étalés sur plusieurs exercices (formation du personnel, campagne de marketing pour le lancement d'un nouveau produit, achat d'espace dans les médias, etc.).

Considérons que le principe de concordance dans le temps est primordial, comme le pensent les investisseurs (en effet, le principe de prudence n'est pas important pour eux par définition même puisqu'il s'agit d'investisseurs, leur métier est en effet de prendre des risques). Ils se dessaisissent de leur épar-

gne pour l'investir, c'est-à-dire la confier en gestion à des tiers, dirigeants d'entreprises qui deviennent leurs mandataires. Cet acte est risqué par nature et donc non prudent, si le lecteur nous autorise cette lapalissade.

Supposons un effort de recherche et développement régulièrement étalé tout au long de l'exercice. Sa vie moyenne est donc de six mois. Si le principe de concordance dans le temps était réellement appliqué, cela voudrait dire que les fruits de cet effort de recherche et développement seraient générés durant ces mêmes six mois. Quel dirigeant d'entreprise entreprendrait un quelconque effort de recherche et développement pour des fruits limités à six mois ?

On nous objecte souvent : et si la recherche est infructueuse et que donc cet investissement ne vaut rien ? Nous répondrons plus loin dans ce même chapitre à cette question plus en détail. Qu'il nous suffise pour le moment de répéter ceci. Le raisonnement précédent n'a rien à voir avec la Valeur de Marché de l'entreprise puisque, ici, on en est à mesurer la valeur comptable des investissements réalisés par l'entreprise via la mesure des flux monétaires correspondants. Les comptables tombent souvent dans l'erreur en prétendant valoriser l'entreprise, comme dans ce cas particulier, via des différences de comptabilisation en charge ou en investissement. Les investisseurs préféreraient plutôt qu'ils concentrent leurs efforts sur la mesure des flux monétaires qui y transitent C'est la fonction des marchés que de valoriser l'entreprise. Voilà tout l'intérêt du raisonnement en deux temps que nous menons depuis le début et qui permet de mettre en exergue la Création de Valeur en distinguant l'investissement réalisé de sa valeur sur le marché.

Tous les investissements immatériels doivent donc être « activés » pour être situés là où il convient à l'Actif immobilisé (immobilisations en cours avec la capitalisation des intérêts intercalaires correspondants comme il se doit, si besoin est pour des investissements pluri-annuels et ce jusqu'à la mise sur le marché des produits correspondants où ils passeront en immobilisations normales) et non en charges d'un seul exercice. Ne doit circuler par les charges d'un exercice que l'amortissement correspondant sur la durée de vie économique des produits que l'investissement aura servi à générer. Cette durée d'amortissement peut être très longue si par exemple on bénéficie de la protection d'un brevet.

Des petits tableaux de calcul comme celui ci-après se référant au cas de la Recherche et Développement permettent de pratiquer ce type de retraitement.

	Donnée	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Première année de retraitement	1 995								
CALCUL R et D									
Durée d'amortissement de la R et D	3								
R et D à capitaliser		1 000	1 500	2 000	2 500	3 000			
Impact R et D années antérieures		2 000	0	0	0	0	0	0	0
R et D Total Brut		3 000	4 500	6 500	9 000	12 000	12 000	12 000	12 000
Amortissement/valeur années antérieures		667	333	0	0	0	0	0	0
Amortissement/valeur 1995	1995	333	333	333	0	0	0	0	0
Amortissement/valeur 1996	1996	0	500	500	500	0	0	0	0
Amortissement/valeur 1997	1997	0	0	667	667	667	0	0	0
Amortissement/valeur 1998	1998	0	0	0	833	833	833	0	0
Amortissement/valeur 1999	1999	0	0	0	0	1 000	1 000	1 000	0
Amortissement/valeur 2000	2000	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortissement/valeur 2001	2001	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortissement/valeur 2002	2002	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortissement Total annuel		1 000	1 167	1 500	2 000	2 500	1 833	1 000	0
Amortissement cumulé sur années antérieures		1 000	0	0	0	0	0	0	0
Amortissement Total cumul		2 000	3 167	4 667	6 667	9 167	11 000	12 000	12 000
R et D Capitalisée Total Net		1 000	1 333	1 833	2 333	2 833	1 000	0	0
Variation de R et D capitalisée		0	333	500	500	500	– 1 833	– 1 000	0

Tableau 12 : Retraitement de la Recherche et Développement

2.3 Troisième type de retraitement : les coûts complets

Ils concernent la comptabilisation en coûts complets *vs.* efforts fructueux, ou en anglais le passage de *successful efforts accounting* à *full cost accounting* , soit encore *Recurring* vs. *non recurring charges.*

Ce troisième type de retraitement est mieux compris dans le cadre d'un exemple tiré de l'industrie pétrolière. Une entreprise pétrolière fore des puits dans l'espoir de trouver des gisements. Certains puits s'avèrent infructueux et les dépenses correspondantes sont passées en charge de l'exercice selon la comptabilité traditionnelle. D'autres s'avèrent productifs et les dépenses correspondantes sont activées (*successful efforts* ou efforts fructueux).

Mais toute personne sait bien que certaines règles statistiques jouent. Si les compagnies pétrolières étaient sûres d'avance des résultats de leurs recherches, elles ne foreraient bien évidemment que les puits productifs ! En conséquence, il est clair que forer des puits secs fait partie intégrante du travail de forage de puits productifs. On ne doit donc pas mesurer la rentabilité des puits productifs par rapport à leurs seules dépenses mais par rapport à l'ensemble des dépenses

de forage : celles relatives aux puits productifs et celles relatives aux puits secs (*full cost accounting* ou coûts complets).

Il en va de même des charges exceptionnelles ou frais de restructuration, indemnités de licenciement ou autres. Cela fait partie de la vie normale d'une entreprise, malheureusement, que de se restructurer de temps en temps pour s'adapter à son environnement changeant, éventuellement via des licenciements.

Grâce à un tel retraitement, les éléments exceptionnels sont donc capitalisés : des produits exceptionnels viennent en diminution des Capitaux Investis, des pertes exceptionnelles viennent en augmentation des Capitaux Investis. Les investisseurs souhaitent en garder la trace pour mieux évaluer la vraie performance économique de « leur » entreprise. Sinon, le passage comptable traditionnel en exceptionnel permet d'oublier ces sorties de liquidités de l'entreprise.

Dans le cas des indemnités de licenciement, une procédure française permet d'appréhender ce retraitement de manière très spécifique et très visuelle. Une entreprise en difficulté peut avoir besoin d'effectuer des licenciements et ne pas avoir la trésorerie pour le faire. Elle déposera alors son bilan. L'administrateur judiciaire effectuera les licenciements prévus. Les organismes sociaux paieront les indemnités correspondantes. Des liquidités nouvelles extérieures à l'entreprise viendront donc s'investir dans l'entreprise. Le bilan s'en trouvera bien augmenté d'autant. Les organismes sociaux se rembourseront si l'entreprise retrouve sa viabilité. Ici encore, la différence entre l'investissement et sa valeur est bien visible.

Pour suivre la vision économique des investisseurs, la Création de Valeur requiert donc une comptabilité en coûts complets.

En conséquence, les charges exceptionnelles viennent en augmentation des Capitaux Investis et les produits exceptionnels en diminution. Comme ils n'entrent pas dans le Résultat d'Exploitation, ce retraitement n'a aucun impact sur le REMIC.

Voilà pourquoi, dans une vision économique, on peut (et on doit donc) capitaliser les charges à caractère d'investissement telles que la R & D puisque quelle que soit la rentabilité de ces actes de gestion, le fait est que des liquidités, fournies par les investisseurs, ont bien été utilisées.

2.4 Conclusion sur la question des retraitements

Un calcul complet et approfondi du Profit Économique et de la Création de Valeur Externe requiert de très nombreux retraitements et une connaissance approfondie de la réalité économique de l'entreprise à laquelle on souhaite appliquer ces concepts. C'est ce qu'une étude spécifique permet d'atteindre.

Dans les classements tels que celui de *L'Expansion* en France que nous avons réalisé pour ses cinq premières éditions, un nombre très réduit de retraitements sont mis en œuvre. De plus ces retraitements sont mis en œuvre de manière très sommaire et totalement indiscriminée pour l'ensemble de l'échantillon. Par exemple, la recherche et développement est capitalisée sur 5 ans : il est clair que, dans l'industrie du logiciel, une durée de 3 ans est certainement plus appropriée et que, dans l'industrie pharmaceutique, une durée de 20 ans n'est peut-être pas absurde dans certains cas.

Il faut qu'une entreprise détermine les retraitements qui soient les plus pertinents pour elle. Il n'y a donc pas une règle de calcul du Profit Économique qui s'appliquerait *urbi et orbi* à toutes les entreprises. Ceci peut paraître choquant aux adeptes de la normalisation comptable. En effet le Profit Économique est économique par essence même comme son nom veut l'indiquer, si on nous autorise cette lapalissade : il faut donc qu'il colle de manière la plus précise possible à la réalité industrielle et commerciale de l'entreprise. Il existe des points de vue qui sont pertinents pour une entreprise et pas pour d'autres. Il serait vain de vouloir édicter une règle qui soit pertinente pour toutes les entreprises : non à la normalisation du Profit Économique ! En revanche, il est primordial qu'une entreprise explique clairement pourquoi sa présentation du Profit Économique est plus pertinente pour la décrire et comment son Profit Économique est calculé. C'est la voie que semble vouloir prendre la Commission des Opérations de Bourse en France dans sa recommandation sur la présentation des informations relatives à la Création de Valeur en cours d'élaboration lors de l'écriture du présent ouvrage.

2.4.1 Les quatre conditions d'un retraitement

« Le mieux est l'ennemi du bien. », donc ces trois types de retraitements ne sont effectués que s'ils respectent quatre critères :

1. Ils sont aisément compréhensibles par l'entreprise, ses dirigeants et son personnel : une boîte noire n'est utile ni pour

un dialogue entre l'entreprise et ses investisseurs ni encore moins pour un dialogue à l'intérieur de l'entreprise dans notre optique de génération d'une culture plus entrepreneuriale. Des retraitements ne sont effectués que s'ils peuvent entraîner des modifications dans la conduite de l'entreprise et un changement dans l'attitude de ses dirigeants et de son personnel. Rappelons en effet que la Création de Valeur cherche avant tout à inculquer à l'entreprise une culture axée vers un objectif simple et unique : la performance économique, afin que les investisseurs qui risquent leur épargne obtiennent le rendement qu'ils sont légitimement en droit d'attendre. Pour cela, il faut que les dirigeants et le personnel de l'entreprise adoptent une culture d'intrapreneurs. C'est pour cela que si les investisseurs jugent que les dirigeants qu'ils ont placés à la tête de leur entreprise peuvent inculquer au personnel la culture requise mieux, plus vite et plus profondément grâce à quelques libertés avec l'orthodoxie de certains retraitements, bienvenues soient ces prises de liberté ! Ni la méthodologie du Profit Économique ni l'auteur ne sont dogmatiques ! Keynes écrivait comme nous l'avons déjà rappelé : *I'd rather be vaguely right than precisely wrong* ! (il vaut mieux avoir vaguement raison que tort avec précision : traduction libre de l'auteur). Pour autant que ces entorses à l'orthodoxie ne soient pas hérétiques bien sûr ! Par hérétique, nous entendons « qui risquerait de déboucher sur une culture contraire à celle recherchée et donc à des décisions contraires à l'intérêt des investisseurs ». ;

2. Ils peuvent être calculés avec exactitude : il ne peut s'agir d'estimations arbitraires ni de règles floues qui donnent lieu à des négociations ;
3. Les données nécessaires à leur calcul sont disponibles dans la comptabilité de l'entreprise : si les données ne sont pas suivies, la raison en est probablement que l'événement sousjacent n'est pas important dans la gestion de l'entreprise ; on peut donc passer du résultat comptable au Profit Économique par un tableau de passage avec quelques écritures de type comptable débit-crédit portant sur quelques comptes bien identifiés du plan comptable de l'entreprise ;
4. Leurs montants sont significatifs : la nouvelle vision qu'ils donnent de l'entreprise est substantiellement différente de la vision donnée par les états comptables traditionnels.

Réaliser de tels retraitements engendre une meilleure vision, plus économique, en entraînant le mouvement requis pour le bon accomplissement de la mission.

2.4.2 Contraintes des retraitements

Il faut être cohérent entre le calcul des Capitaux Investis et celui du REMIC et il faut donc intégrer au calcul du REMIC le pendant des retraitements effectués pour le calcul des Capitaux Investis ou vice-versa.

Par exemple et puisqu'on a intégré dans les Capitaux Investis divers éléments tels que provisions ou écarts de conversion, seule leur variation sera reprise pour le calcul du REMIC. Puisqu'on a inclus les locations longue durée hors bilan dans les Capitaux Investis, on réintègre les frais financiers y afférents (qui sont inclus au compte de résultat traditionnel dans les loyers passés en charge) dans le REMIC. Aussi l'impôt est pris pour sa seule partie effectivement payée durant l'exercice et non pas pour sa partie différée.

Dans les Capitaux Investis et dans le REMIC, on ne prend en considération que les éléments d'exploitation. Tout ce qui est hors exploitation : immobilisations en cours, créances hors exploitation ou financières, valeurs mobilières de placement, n'est pas pris en considération pour la détermination des Capitaux Investis. Ce sont des éléments soit qui ne portent pas de fruit soit dont les fruits ne se retrouvent pas dans le Résultat d'Exploitation : par exemple : intérêts ou dividendes perçus.

3 Les revalorisations d'actifs

Lorsqu'il y a d'importantes fluctuations des valeurs des actifs d'une entreprise, comme c'est le cas dans les activités minières telles que le pétrole, avec la fluctuation du prix du baril, il est primordial d'en tenir compte dans l'optique d'un Système de Gestion par la Valeur.

Une mine a une valeur, indépendamment de son exploitation, sur la seule base d'un certificat d'expert attestant du nombre de tonnes et de la qualité du minerai la constituant. Cette valeur de la mine fluctue tous les jours en fonction de la fluctuation du cours du minerai correspondant et des devises.

Il peut alors être intéressant de tenir un raisonnement en coût d'opportunité poussé à l'extrême. Si un dirigeant recevait des investisseurs une mine au 1er janvier d'une valeur de x, le dirigeant rendrait aux investisseurs la même mine au 31 décembre à une valeur différente. Cette différence de valeur provient non seulement de l'exploitation de la mine mais aussi de la plus ou moins-value du stock de Capital.

Si on veut juger la performance de la mine, il peut être utile d'incorporer au REMIC et aux Capitaux Investis cette revalorisation latente.

Une année n, le REMIC est augmenté de la plus-value latente. Cette année-là le Profit Économique sera amélioré par ce retraitement. Les Capitaux Investis de la fin de cet exercice seront augmentés de la même plus-value latente. L'année suivante n+1, le Profit Économique sera potentiellement détérioré par l'exigence supérieure de Rendement sur ces Capitaux Investis augmentés. La rigueur d'un Système de Gestion par la Valeur est extrême.

Ce cas se présente dans des industries extractives mais aussi dans des secteurs tels que le bois par exemple ou tels que l'immobilier ou d'autres tels que les activités viticoles : à sa mise en bouteille le vin a un prix faible, un an après, la valeur du stock a augmenté. Pour d'autres actifs, la détermination de la plus ou moins-value latente est plus arbitraire. En conséquence, ce type de retraitement doit être exclusivement réservé aux actifs dont il existe un marché liquide (matière première brute, immobilier…).

4 Les allocations d'actifs ou de coûts partagés

(Cf. exemple donné à propos de la décomposition en Rivières de Valeur – *Chap. 2 : Dans le cadre de ce partenariat, la Création de Valeur constitue la Mission de l'entreprise,* p. 29 et suivantes)

Tous les actifs et coûts d'une entreprise ne sont pas attribuables à une seule Rivière de Valeur. Souvent, plusieurs unités, plusieurs filiales partagent les mêmes ressources, il convient alors de répartir les actifs ou coûts suivant l'usage économique réel qui en est fait.

Le problème d'arbitraire des clefs de répartition de la comptabilité analytique se pose ici de manière similaire. Dans le cadre d'un Système de Gestion par la Valeur, il convient d'être particulièrement vigilant puisque la rémunération des dirigeants et des employés prendra en considération à un moment ou à un autre cette répartition. Dans un souci de justice il faut donc peut être mieux penser en contribution à un Profit Économique plus qu'en Profit Économique complet (plutôt que de s'acharner à réaliser des allocations complètes) ou en variation d'une année à l'autre plutôt qu'en valeur absolue pour autant que les variations de ces allocations suivent des règles rationnelles.

Quand on le pourra, on érigera des services centraux en centres de profit avec une refacturation interne. Il existe de plus en plus de domaines où des solutions externalisées peuvent

fournir des références de prix de marché. Cela revient à définir un lien contractuel client/fournisseurs en interne.

On peut aussi conserver les unités fonctionnelles comme centres de coûts. On pourra alors mesurer leur contribution au coût global (en anglais on parle de ECA *economic cost added*). Ici encore, le raisonnement en variation d'une année à l'autre fait disparaître une bonne partie de l'arbitraire.

5 Le taux d'imposition effectif

Tout *homo economicus* sent bien intuitivement qu'une baisse des impôts est bénéfique pour la performance économique des entreprises (flux) et donc sur leur valorisation de marché (stock). Cependant, ceci n'est pas si évident qu'il y paraît. En effet, le Taux d'Impôt sur les Sociétés a des impacts contradictoires sur ces deux résultats : certes, il améliore le REMIC des entreprises, mais il augmente le Coût du Capital en diminuant l'avantage de l'endettement. Ce paragraphe va démêler cet écheveau. Les deux questions : de la performance économique courante des entreprises et de leur valorisation instantanée vont être traitées successivement.

Pour ne pas alourdir inutilement le corps de cet ouvrage nous avons situé en Annexe la démonstration mathématique de cette question.

(Cf. *Annexe II : Impact sur la Création de Valeur des variations du Taux d'Impôt sur les Sociétés*, p. 279 et suivantes)

Dans le cas le plus général de profitabilité suffisante des entreprises, la variation du Profit Économique est de sens contraire à la variation du Taux d'Impôt sur les Sociétés. Les entreprises ont donc avantage à ce que les impôts baissent. Ainsi leur Profit Économique augmentera.

Dans le cas le plus général d'un Résultat d'Exploitation positif, la Valeur de Marché des entreprises croît avec la baisse du Taux d'Impôt sur les Sociétés. La Bourse française n'a cessé de remercier MM. Balladur et Bérégovoy pour avoir baissé tis de 50 à 33,33 % entre la fin des années 80 et le début des année 90.

La baisse des impôts induit donc la hausse de la performance économique courante des entreprises et de leur valorisation instantanée. Cette baisse des impôts peut être une donnée externe aux entreprises sous le seul contrôle des autorités fiscales des pays où elles exercent leur activité. Pour couvrir ce cas, nous serions tentés de dire sous forme de boutade : Messieurs les Ministres des Finances de tous les pays, encore un petit effort ! Les investisseurs vous en seront reconnaissants.

Mais la baisse des impôts est aussi un paramètre qui est au moins partiellement sous le contrôle des entreprises et de leurs conseillers fiscaux. Les dirigeants des entreprises en tant que mandataires ne font qu'accomplir le mandat qui leur a été confié par les investisseurs en tant que mandants lorsqu'ils cherchent à minimiser leur facture fiscale.

Or que constate-t-on dans la pratique des entreprises. Très souvent la facture fiscale n'est que peu, voire pas du tout gérée. Quand elle l'est, cette gestion se fait très souvent de manière centralisée par quelque responsable fonctionnel au Siège des entreprises. Les opérationnels ne sont que rarement mis à contribution. Tant et si bien que dans de très nombreux cas, ils sont jugés et donc rémunérés sur des bases en brut avant impôt. Leur coopération à la réalisation de l'objectif de l'entreprise qui, lui, est bien en net après impôt (comme le REMIC l'indique avec insistance dans son nom même), est nécessairement limité et on ne peut pas leur en vouloir : c'est dans la nature de l'homme que de trier ses priorités.

En conséquence, on ne peut qu'inciter fortement les entreprises à gérer étroitement leur facture fiscale de manière à réduire autant que faire se peut leur taux d'imposition effectif tout en restant dans la plus stricte légalité. Pour cela et afin de réunir le maximum de compétences dans l'atteinte de cet objectif, elles devront mesurer la performance de leurs opérationnels sur des bases en net et rémunérer ces opérationnels sur ces mêmes bases.

Ceci est particulièrement important pour les entreprises internationales. Qui mieux que le dirigeant brésilien est capable de gérer la facture fiscale brésilienne ? Une manière parmi tant d'autres d'atteindre le but recherché en cohérence avec un Système de Gestion par la Valeur : en mesurant la performance de la Rivière de Valeur brésilienne après impôt et en rétribuant son dirigeant en conséquence.

Si tel n'était pas le cas (c'est-à-dire si le dirigeant de la filiale brésilienne était rémunéré sur le brut), un fiscaliste du siège aurait du mal à réaliser un montage pour réduire la facture fiscale brésilienne, la nature humaine étant ce qu'elle est. Le dirigeant brésilien va ressentir la demande du fiscaliste du siège comme une contrainte. « C'est encore une idée de quelqu'un du siège qui n'a que ça à faire ! Comment voulez-vous qu'on fasse correctement son travail, en étant toujours assailli et dérangé par des demandes du siège. » Il vivra mal ces propositions et ne sera pas moteur du changement. Alors

que s'il est intéressé à la facture locale après impôt, lui le premier cherchera comment faire telle ou telle opération pour diminuer sa fiscalité. Il deviendra l'initiateur des propositions. Dire cela, n'est pas appeler à la fraude fiscale bien évidemment ! Mais seulement reconnaître que l'impôt est un coût comme un autre. En restant dans la plus stricte légalité on peut réfléchir à comment le faire baisser. Si une entreprise à travers les différents pays où elle est implantée a le choix entre deux systèmes dont l'un lui coûte moins cher, elle aurait tort de s'en priver.

Insistons sur le fait que la formulation suivante du REMIC :

$$\boxed{\text{REMIC} = \text{RE} * (1 - \text{tis})}$$

Figure 35 : Équation Définition du REMIC par le RE

n'est qu'une approximation. La véritable définition du REMIC est celle que décrit son nom même : Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé, l'Impôt Corrigé étant l'impôt réellement payé (c'est-à-dire hors impôt différé) après allocation de la quote-part d'impôt revenant aux éléments autres que ceux d'exploitation en vertu de la comptabilité fiscale locale (c'est-à-dire les éléments financiers et exceptionnels).

L'utilisation de la définition approximative induirait un comportement tout aussi passif vis-à-vis de la facture fiscale qu'une référence à une mesure de performance en brut avant impôt, l'impôt y étant déterminé de manière strictement proportionnelle. L'utilisation de la définition réelle induit bien le comportement recherché de gestion active de la facture fiscale puisqu'elle part de l'impôt réellement payé en liquidités localement.

Dans le premier cas, une réduction fiscale aussi simple que celle offerte par des amortissements accélérés dans la comptabilité fiscale locale ne serait pas recherchée puisque le REMIC ainsi calculé ne prendrait pas en compte cette réduction. Dans le second cas, elle serait bien mise en pratique puisque le REMIC du dirigeant concerné la prendrait en compte et donc son Profit Économique et sa rémunération.

6 Les devises et taux de change

Pour résoudre cette épineuse question, différentes approches existent. Nous n'exposerons ici que les plus simples d'entre

elles (simplistes diront certains). Cependant, notre expérience de consultant en entreprise nous permet d'affirmer qu'elles conviennent à l'immense majorité des entreprises, à l'exception de quelques très rares grandes multinationales disposant de staff financiers très sophistiqués.

La question de l'exercice par une entreprise d'activités dans un contexte international implique le respect d'une certaine cohérence : si on mesure la performance d'une Rivière de Valeur brésilienne en monnaie locale brésilienne, on doit alors mesurer le Coût du Capital de cette Rivière de Valeur avec un Taux Sans Risque local et une prime de risque du marché local des actions. Ceci permet de constater que dans des pays où les taux d'intérêts peuvent être sensiblement différents de ceux de nos pays, les rentabilités faramineuses que peuvent montrer des groupes locaux ne sont en réalité pas vraiment faramineuses en raison de taux d'intérêts locaux très élevés et donc d'un Coût du Capital local très élevé aussi.

D'autre part, le Coût du Capital local peut aussi incorporer une prime supplémentaire pour prendre en compte le risque différent pris par un investisseur étranger par rapport à un investisseur local. Appliquer une prime de risque spécifique à la France par rapport à Allemagne ou aux États-Unis n'a aujourd'hui plus vraiment de raison d'être. En revanche appliquer une prime de risque particulière pour mesurer le Coût du Capital pour des pays en voie de développement a sûrement une justification. Comme pour la prime de risque de petite taille, on peut ajouter une prime à l'investissement à l'étranger.

La même recherche de cohérence doit être exercée à propos du risque de change. Ce risque de change, sur les transactions, s'extériorise dans le compte d'exploitation en monnaie locale, du fait que la Rivière de Valeur (brésilienne par exemple) importe ou/et exporte des matières premières de l'étranger. S'il y a une dévaluation de la monnaie locale, le REMIC de la filiale brésilienne s'en trouvera impacté. Ce qui se verra moins, c'est que les Capitaux Investis locaux eux aussi se sont dévalués aux yeux de la maison-mère. Il y a donc une plus ou moins-value latente en raison de la variation du taux de change, comme nous avons vu qu'il y en a une pour une mine en fonction du cours des matières premières.

Il peut être souhaitable de prendre aussi en considération cet impact en termes de stocks de capitaux. Pour cela, il faut que l'entreprise sache ce qu'elle veut mesurer et qui a la responsabilité de quoi. Si les performances du dirigeant de la filiale

brésilienne sont mesurées sur les comptes exprimés en monnaie locale, alors, c'est *ipso facto* dire qu'il n'est pas responsable de cette dévalorisation des Capitaux Investis qu'on lui a confié. S'il n'en est pas responsable, il ne fera rien pour gérer le problème ; celui-ci devra donc être géré ailleurs (par exemple par le service de trésorerie du siège). Si à un moment ou à un autre ce service de trésorerie du siège a besoin de la collaboration du dirigeant brésilien pour élaborer un montage financier, il l'obtiendra plus ou moins puisque ce dernier n'est pas jugé sur cet élément. Dans le cas contraire (c'est-à-dire si le dirigeant brésilien est évalué en monnaie étrangère, par exemple en monnaie de la société mère), alors non seulement ce service de trésorerie du siège pourra obtenir plus facilement la collaboration du dirigeant brésilien mais très probablement ce dernier sera le premier à faire des propositions pour améliorer la situation (par exemple : il pourra suggérer la diminution des Capitaux Investis qui lui sont confiés, ou des transactions concrètes de gestion du taux de change, etc.).

Ici encore, le DAF, en liaison avec ses collègues du Comité Directeur de son entreprise, devra prendre une décision de gestion. Celle-ci sera, comme toutes les autres de nature équivalente déjà évoquées ou celles à venir plus loin dans cet ouvrage, guidée par le comportement recherché chez les dirigeants et employés que la mesure de performance ainsi construite va évaluer.

7 La structure financière

La question de la structure financière des Rivières de Valeur se pose en termes similaires.

À partir du moment où la structure financière influence le Coût du Capital faut-il considérer le dirigeant local comme responsable de sa structure financière ou pas ? La plupart des groupes ne le considère pas : ils font une différence entre la structure financière réelle que porte la filiale et une structure financière « pro forma » sur laquelle on la juge.

Pour beaucoup de Rivières de Valeur et notamment celles situées dans les pays en voie de développement, les groupes ont tendance à ne pas capitaliser les filiales et à les faire s'endetter localement pour apporter le minimum de devises étrangères. Cet endettement local, très fort, est un faux endettement car le plus souvent il est garanti par les maisons mères. Tout se passe comme si la maison mère apportait beaucoup plus de capitaux qu'elle n'en apporte réellement.

Faut-il mesurer le Coût du Capital par rapport à la structure financière locale et son fort endettement apparent ou par rapport à son véritable endettement qui serait un endettement économique « pro forma » identique pour tout le groupe et résultant du ratio d'endettement global consolidé du groupe ?

Il n'y a pas de réponse unique à de telles questions : il n'existe que des objectifs recherchés en termes d'attitude que l'on veut voir adopter par les dirigeants et employés, en cohérence avec les responsabilités qu'on leur a confiées.

Ayant maintenant précisé comment certains détails concrets de l'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur pouvaient être abordés et résolus, nous verrons dans le Chapitre suivant comment concrètement une telle implantation se matérialise.

CHAPITRE 7

Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF

Le DAF doit intégrer la Création de Valeur (à savoir le Profit Économique) au cœur du système de gestion de l'entreprise pour que celle-ci se régisse bien par un Système de Gestion par la Valeur. Dans cette mise en place, le DAF doit veiller tout particulièrement à l'intégration de la nouvelle méthode d'évaluation : dans le Système d'Information de Gestion (tableaux de bord, *reporting*, budget, contrôle de gestion et budgétaire), c'est-à-dire dans la communication financière interne, ainsi que dans la communication financière externe.

1 Analyser la performance

1.1 La période de référence

Le Profit Économique répond aussi à la question « quand se crée de la valeur ».

En effet, le Profit Économique permet une analyse monopériode car il est synchrone. On peut mesurer le Profit Économique à toutes les fréquences : semaine, mois, trimestre, semestre, année. En poussant à l'extrême on pourrait mesurer le Profit Économique au jour le jour.

Dans le calcul du PE, on a bien la synchronisation de tous les éléments constitutifs : le REMIC est généré par les Capitaux Investis à l'œuvre durant la même période auxquels on applique le Coût du Capital toujours de la même période. Dans le cas des entreprises à cycles saisonniers (ex : vendeur de ski, industrie agroalimentaire si les denrées sont achetées à la saison puis mis en conserve, la grande distribution qui vend plus en fin de mois qu'en début), il faut s'assurer que la période étudiée correspond bien à un cycle complet.

Hormis la question des investissements stratégiques que nous étudierons plus loin, le Profit Économique d'une période a un sens. On peut dire : PE positif ou en croissance par rapport à la période précédente, c'est bien ; PE négatif ou en baisse, c'est mal.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

La plupart des entreprises utilisent donc le PE avec la même périodicité qu'elles utilisaient leur mesure de performance précédente : la plus courante étant la période mensuelle. On mesure donc pour chaque Rivière de Valeur, le Profit Économique des douze mois de l'année, quelques jours après la fin de chaque mois calendaire. On calcule aussi sa variation par rapport au même mois de l'année précédente ou par rapport au mois précédent ainsi que l'écart par rapport au budget mensualisé. On effectue aussi les mêmes calculs en cumul depuis le début de l'exercice ou en moyenne mobile sur douze mois successifs.

Dans une entreprise ayant mis en place un Système de Gestion par la Valeur, le budget ainsi que le contrôle de gestion et/ou budgétaire ne se font donc plus qu'en termes de Profit Économique.

À noter que pour les entreprises qui effectuent le calcul de leur PE sur la base des Capitaux Investis moyens durant la période, ceux-ci doivent être calculés comme la moyenne des Capitaux Investis aux dates suivantes :

– 1/2 ouverture de la période,
– toutes les fins de mois incluses dans la période, et
– 1/2 clôture de la période.

Exemple au 31/3 de l'année n pour un exercice calendaire :

(1/2 des CI au 31/12 de l'année n – 1 + CI au 31/1/n + CI au 28/2/n + 1/2 des CI au 31/3/n), cette somme divisée par 3 (= nombre de mois de la période).

1.2 Proximité de l'approche comptable traditionnelle

Les éventuelles difficultés de mesure du Profit Économique que rencontreraient des entreprises, ne proviennent pas en règle générale d'une complexité intrinsèque quelconque du PE. Elles proviennent de la faiblesse de leur système d'information.

Si une entreprise n'avait pas l'habitude, dans son ancien système de gestion, de mesurer séparément la performance des différentes Rivières de Valeur considérées pour son nouveau Système de Gestion par la Valeur, elle éprouvera nécessairement des difficultés lors de la mise en place du nouveau système. Mais la cause de ses difficultés réside dans la faiblesse de son analyse antérieure. Elle aurait rencontré les mêmes difficultés, si elle avait souhaité appliquer de manière décentralisée son ancienne mesure de performance aux Rivières de Valeur nouvellement définies.

Il est très facile de calculer un Profit Économique pour toutes les entités pour lesquelles on est capable de mesurer un bilan et un compte de résultat comptable traditionnel.

À partir d'un plan de compte classique, un algorithme de calcul permet de tracer le bilan et le compte de résultat comptable traditionnel. À partir du même plan de compte, un autre algorithme de calcul (quoique fort similaire en termes de complexité) permet de tracer cette mesure de performance économique novatrice que nous avons nommée Profit Économique.

A priori la Création de Valeur ne requiert donc pas d'adaptation significative du système d'information.

(Cf. *Chap. 6 : Travaux préalables à toute Évaluation de la Création de Valeur,* p. 111 et suivantes)

Toutefois, si on veut effectuer certains des retraitements évoqués plus haut, il sera nécessaire d'ouvrir de nouveaux comptes dans le plan de compte de l'entreprise. Par exemple, si on veut capitaliser de la Recherche et Développement pour les besoins d'un Système de Gestion par la Valeur de manière dérogatoire par rapport à ce qu'il est possible de faire comptablement, il faudra ouvrir divers comptes bien distincts des comptes comptables traditionnels : un compte de classe 7 Recherche et Développement à capitaliser ainsi qu'un compte de classe 6 Amortissement de la R & D capitalisée (que l'on

prendra en considération pour le calcul du REMIC), et deux comptes de classe 2 à prendre en compte pour le calcul des Capitaux Investis (R&D capitalisée cumulée Brute et Amortissements cumulés de la R & D capitalisée).

Une réconciliation facile permet de passer du bilan comptable aux Capitaux Investis ainsi que du Résultat d'Exploitation comptable au REMIC. La plupart des logiciels de comptabilité ont des générateurs d'états qui, dûment paramétrés, éditeront ces différentes publications d'un clic de souris. Par exemple, si on a souhaité faire le retraitement de la R & D, on aura les tableaux de passage suivants pour chaque période et Rivière de Valeur.

Résultat d'Exploitation comptable
+ Recherche et Développement à capitaliser
– Amortissement de la R & D capitalisée
– Impôt Corrigé
= REMIC

Immobilisations nettes comptables
+ Besoin en Fonds de Roulement comptable
+ R&D capitalisée cumulée Brute
– Amortissements cumulés de la R&D capitalisée
= Capitaux Investis

Ces tableaux de réconciliation comporteront d'autant plus de lignes que la complexité de l'entreprise et de ses opérations aura rendu nécessaire la multiplication de retraitements. Ici encore, ce n'est pas la Création de Valeur qui est la cause de la complexité de l'information, c'est la complexité de l'entreprise et le désir légitime de l'entreprise de bien rendre compte de cette complexité alors que la comptabilité traditionnelle ne le fait pas.

Ces tableaux de réconciliation et les explications indispensables qui les accompagneront, en diront à eux seuls beaucoup sur la capacité des dirigeants et employés à analyser leur entreprise, sur leur compréhension des mécanismes de la Création de Valeur et sur le degré d'approfondissement du Système de Gestion par la Valeur adopté dans leur entreprise.

Si les logiciels utilisés par l'entreprise ne permettent pas l'édition automatique des états financiers « à la » Création de Valeur, il existe sur le marché plusieurs logiciels spécifiques capables de calculer le Profit Économique, notamment celui couramment utilisé par l'auteur.

Afin de mettre en place les systèmes pertinents, l'idéal est de commencer en milieu d'année afin que tout soit prêt pour la clôture de l'exercice en cours. Ainsi, le nouvel exercice démarrera avec un système bien rodé.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes et *Chap. 9 : Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels*, p. 209 et suivantes)

Il convient de noter que l'algorithme de calcul du Profit Économique se moque de savoir si les ingrédients qu'il mouline sont des chiffres réels passés ou des chiffres projetés pour le futur, s'il s'agit de chiffres consolidés concernant un Groupe – Fleuve ou une unité décentralisée – Rivière de Valeur. Le même outil servira donc à la fois pour des analyses rétrospectives et pour des analyses prospectives. En particulier, cet outil logiciel pourra se transformer en générateur de simulations pour tester différentes hypothèses envisagées. Par là-même, il acquerra une dimension pédagogique pour l'ensemble des dirigeants et employés. Il se transformera en outil de prise de décisions stratégiques et opérationnelles comme on le verra plus loin dans cet ouvrage.

1.3 Système d'Information de Gestion, Tableaux de bord et *reporting* financiers pour la Direction Générale

Dans un Système de Gestion par la Valeur, la mesure de la Création de Valeur, à savoir le Profit Économique devient l'élément essentiel du tableau de bord (*reporting*).

(Cf. *Chap. 9 : Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels*, p. 209 et suivantes)

Comme dans tout système de gestion, dans un Système de Gestion par la Valeur, il existe deux niveaux d'analyse pour les Rivières de Valeur : un niveau plus macroéconomique et donc plus financier à destination de la Direction Générale et du monde extérieur (maison mère, investisseurs, analystes), un niveau plus microéconomique et donc plus opérationnel à destination des opérationnels de l'intérieur de l'entreprise. Ce deuxième niveau sera étudié plus loin.

Le premier niveau de tableau de bord en reste à la vision des Rivières de Valeur, considérées comme des boîtes noires. C'est le niveau de discussion entre un investisseur et la direction générale de l'entreprise dans laquelle ce dernier investit ou entre un siège et la direction d'une filiale (le siège se comportant comme un investisseur à l'égard de cette dernière).

À ce niveau, les notions macro économiques ou financières prédominent : les Capitaux Investis, le Coût du Capital, le REMIC et leurs constituants respectifs. On trouvera ci-après un exemple de ce que pourrait être un tableau de bord de cette nature pour une Rivière de Croissance donnée. La Direction Générale d'un Groupe recevra autant de feuilles semblables que de Rivières de Valeur constituant le

Groupe plus celle représentant le Fleuve, à savoir le Groupe en consolidé.

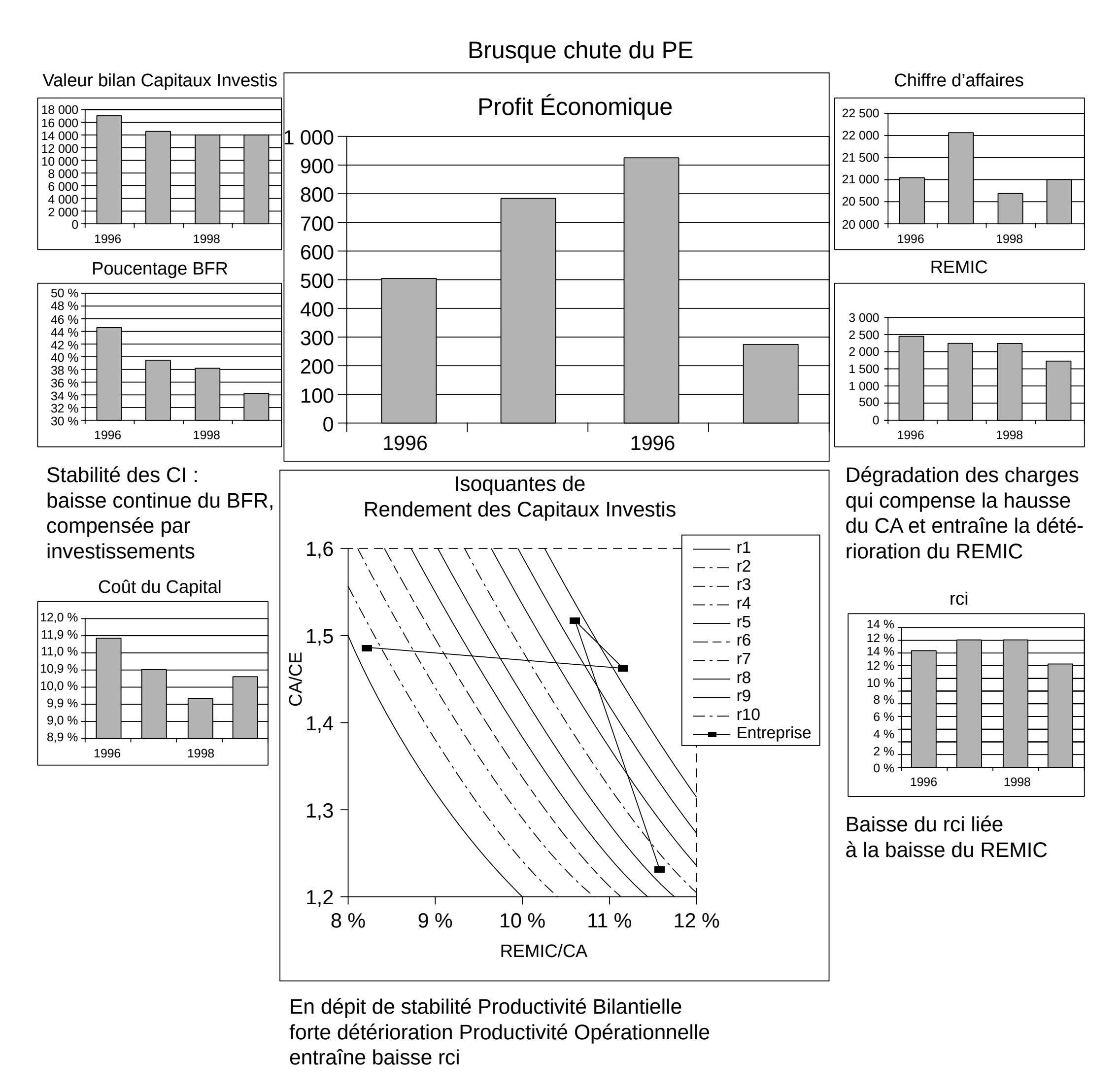


Figure 36 : Schéma Exemple de reporting « à la » Création de Valeur

Une version moins graphique et plus tabulaire pourrait être sous la forme suivante :

Rivière de Valeur : Belle étoile n° 111	**M €**	**M €**
Date	Déc.	1999
Rubrique	Mois	Cumul
**EXPLOITATION*		
Chiffre d'Affaires	1 333	12 000
Excédent Brut d'Exploitation	203	1 828
Dotations aux Amortissements et Provisions	44	400
Résultat d'Exploitation	159	1 428
Retraitements	*56*	*500*
Impôt Corrigé	*48*	*428*
REMIC	167	1 500
**INVESTISSEMENTS*		
Croissance interne	111	1 000
Croissance externe	0	0
Variation du BFR	22	200
Flux de Trésorerie Disponible	70	628
**CAPITAUX INVESTIS*		
Immobilisations Nettes Moyennes	6 650	7 000
BFR Moyen	2 850	3 000
Total	9 500	10 000
Retraitements	*950*	*1 000*
CAPITAUX INVESTIS	10 450	11 000
**RENDEMENT DES CAPITAUX INVESTIS*		
Productivité Opérationnelle	*12,50 %*	*12,50 %*
Productivité Bilantielle	*1,53*	*1,09*
RENDEMENT DES CAPITAUX INVESTIS	19,14 %	13,64 %
**COÛT DES CAPITAUX INVESTIS*		
COÛT MOYEN DU CAPITAL	10,00 %	10,00 %
Charge des Capitaux Investis	*87*	*1 100*
***RÉSULTAT ÉCONOMIQUE**	**80**	**400**
Si > 0 = Création de Valeur *Si < 0 = Destruction de Valeur*		

Tableau 13 : Exemple de reporting « à la » Création de Valeur

Ces deux exemples sont issus de cas réels. Comme on le constatera, le second calcule toujours le FTD. La vie est faite de compromis : la société en question se régissait depuis plusieurs lustres par les FTD ; elle a souhaité maintenir cet élément tout en mettant le Profit Économique en exergue ; il a donc fallu construire ce tableau en y intégrant les nouveaux éléments résultant du Système de Gestion par la Valeur

comme une évolution de son tableau antérieur, évolution modifiant aussi peu que possible l'ancien tableau.

2 Communication financière rétrospective

Toute entreprise, et surtout ses dirigeants opérationnels, a bien conscience qu'elle vit dans un monde concurrentiel. Il s'agit d'une concurrence que nous situerions à l'Actif de son bilan, vis-à-vis de ses clients sur ses marchés avec ses produits.

La grande majorité des entreprises et de leurs dirigeants, à l'exception des rares DAF d'entreprises cotées en Bourse, a nettement moins conscience qu'elle est aussi en concurrence au Passif de son bilan, vis-à-vis du monde des investisseurs sur les marchés des capitaux avec ses titres de créances et surtout ses actions.

Deux images permettent de visualiser concrètement l'existence de cette concurrence.

Une société de capital risque investit en moyenne dans quelques dizaines de dossiers par an. Elle reçoit à peu près autant de dizaines de dossiers par jour à son courrier. Elle investit donc dans un dossier sur plusieurs centaines. N'est-ce pas aussi sélectif que les concours aux grandes écoles ?

Un PDG d'une société cotée fait le tour de ses investisseurs les plus importants plusieurs fois par an (exercice qualifié en franglais de *roadshow*) notamment à l'occasion de la publication des comptes annuels ou semestriels ou à l'occasion de grandes opérations. Il n'est pas rare qu'un tel PDG qui a rendez-vous chez tel investisseur de 10 à 11 h croise dans l'antichambre, les PDG de ses principaux concurrents, l'un qui sort à 10 h lorsque lui entre et l'autre qui entre lorsque lui sort.

Dans les deux cas, après un temps de réflexion, l'entreprise aura ou non les ressources financières sollicitées. De cela dépendra qu'elle réalise ou non les projets industriels qu'ambitionnent ses dirigeants et employés. Or l'argent coule à flots dans notre économie actuelle (l'aventure des nouvelles technologies de l'information, des télécommunications, des biotechnologies, etc. est là pour le prouver). Ces dirigeants et employés ne pourront donc s'en prendre qu'à eux-mêmes en cas de négative : soit leur histoire n'était pas assez belle, soit ils n'ont pas su la raconter de manière assez attrayante. Aux yeux d'un investisseur, qu'est-ce qui rend une histoire belle et attrayante ? La Création de Valeur !

Les parts de marché, les produits, le leadership ne sont des notions intéressantes qu'à partir du moment où elles créent de la valeur. De même le savoir-faire, la technique sont des forces pour autant qu'elles permettent d'atteindre une véritable rentabilité. Si on prend l'exemple des chapeaux, il y a trente ans tout le monde portait un chapeau. Leur fabrication nécessite un véritable savoir-faire, devenu aujourd'hui sans valeur puisque très rares sont ceux qui portent un chapeau. Les entreprises doivent donc développer une certaine forme de marketing financier pour s'adresser aux investisseurs en vue de l'obtention de capitaux.

Il convient donc que toutes les entreprises intègrent la Création de Valeur dans leur communication financière. Celle-ci a deux volets : rétrospectif et prospectif.

(Cf. *Chap. 8 : Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique*, p. 161 et suivantes)

La relation de mandat constitutive de l'entreprise entraîne évidemment l'obligation pour les dirigeants et employés – mandataires de rechercher *a priori* l'approbation des décisions les plus importantes – Création de Valeur prospective – et de rendre compte *a posteriori* du résultat de la gestion effectuée – Création de Valeur rétrospective – (information financière).

On lit dans la presse que certains PDG se plaignent de passer 30 à 40 % de leur temps à discuter avec les investisseurs, alors même que c'est de leur argent dont ils disposent. Il n'est pourtant rien que de plus normal pour ces PDG que de rendre compte des choix d'utilisation de leur argent ainsi que de soumettre à approbation certains types de décisions.

Rendre des comptes revient donc pour les dirigeants à expliquer quelle a été la Création de Valeur qu'ils ont ajoutée aux capitaux qui leur ont été confiés en gestion par les investisseurs. Contrôler « leurs » dirigeants revient donc pour les investisseurs à mesurer cette Création de Valeur.

Les dirigeants-mandataires doivent donc rendre compte aux investisseurs-mandants de l'exécution de leur mandat de gestion afin que ces derniers puissent valoriser à tout instant leur patrimoine.

L'exercice de communication financière est absolument essentiel et trop souvent négligé. Toute entreprise est en permanence observée, analysée, disséquée par toute une série d'acteurs économiques qu'elle le veuille ou non, qu'elle le sache ou non. Toute entreprise a des banquiers, des investisseurs, des actionnaires, des créanciers, des fournisseurs, des clients, des employés. Qu'elle ait besoin ou non de capitaux, qu'elle soit cotée ou non, l'entreprise est évaluée par un nom-

bre croissant d'acteurs (banques, agences de notation, analystes financiers, investisseurs institutionnels, presse financière…) sur sa capacité à créer de la valeur et sur ses méthodes de « gouvernance ». Il vaut mieux anticiper cette analyse en guidant ces interlocuteurs plutôt que de les laisser divaguer. Ceci permet d'éviter des dialogues de sourds.

On lit souvent dans la presse que les PME se plaignent des banquiers, que ces derniers sont trop frileux, qu'ils n'aident pas les entreprises, etc. mais souvent cela vient du fait que les explications qui leur sont donnés ne sont pas appropriées. Peu de dirigeants leur font visiter leur entreprise, leur envoient des situations mensuelles ou trimestrielles, les préviennent avec suffisamment d'anticipations des bons et surtout des mauvaises nouvelles à venir : on peut toujours améliorer le dialogue.

Toute entreprise a la nécessité d'établir un discours permettant à ses investisseurs de constater qu'elle sait ce qu'ils attendent d'elle, la nature exacte de la Mission qu'ils ont confiée aux dirigeants (la Création de Valeur), et présentant aux investisseurs les moyens que les dirigeants mettent en œuvre pour y parvenir et ainsi valoriser leur entreprise.

Ceci est tout particulièrement vrai pour les entreprises envisageant une introduction en Bourse ou qui sont déjà cotées, car elles devront faire face aux analystes financiers qui poseront des questions diffuses et par recoupement sauront ce qu'envisage l'entreprise réellement. Ces derniers exigent du Directeur Financier qu'il soit capable de répondre (tant en données prospectives qu'en données rétrospectives) à certaines questions clés, au nombre desquelles :

- Quelle est votre Création de Valeur et notamment, quel est le Rendement des Capitaux Investis, quel est le Coût Moyen du Capital, quels sont les Capitaux Investis ?
- Quel est votre Système de Gestion par la Valeur et notamment quels sont les outils utilisés en matière de gestion stratégique et opérationnelle au service de la Création de Valeur, quel est le lien entre la rémunération des dirigeants et du personnel et leur Création de Valeur ?

Il faut donc que le Directeur Financier maîtrise ces concepts pour en faire le point de départ d'une communication financière bien ciblée. Intégrée dans une véritable démarche de marketing financier, l'explication détaillée des stratégies et objectifs doit convaincre la communauté des investisseurs. Il ne faut cependant pas confondre « dire » et « faire ». La seule annonce de prévisions de Création de Valeur est susceptible

de modifier les attentes. Ne pas atteindre la performance annoncée, non seulement contrarie ces anticipations, mais sème un doute durable.

Or, force est de constater que les investisseurs sont souvent perplexes devant les comptes traditionnels que présentent les groupes dans lesquels ils placent le fruit de leur épargne.

Il est vrai qu'en apparence la situation est troublante. L'ouverture des frontières conduit les investisseurs d'un pays à prendre des risques dans un autre pays, cependant que dans ces deux États les comptes ne sont pas établis suivant les mêmes normes. De plus, dans un même territoire, les différentes entreprises utilisent des références différentes.

Suivant la culture nationale, la primauté de la notion de patrimoine par rapport au critère de résultat, le recours plus ou moins intense au marché des capitaux, le principe de prudence peut l'emporter sur la prise en compte simultanée des revenus et des charges qui s'y rapportent. Tout le jeu des dotations aux amortissements et provisions découle de ces préalables.

Cette diversité de pratiques modifie à l'évidence les résultats comptables des sociétés et donc leur bénéfice par action (BPA). Or, une croyance populaire considère que la valeur des groupes est régie par leur bénéfice par action. Dès lors, les options comptables seraient cause de perturbations parasites pour apprécier la valeur des groupes. Cette situation explique les prises de position en faveur d'une unification internationale très stricte des normes comptables.

Nous savons maintenant que la valeur d'un groupe résulte plutôt de ses Profits Économiques futurs anticipés par le marché et ramenés en valeur actuelle au Coût du Capital.

Pour calculer les Profits Économiques passés et pour forger leurs anticipations, les marchés décodent tous les signaux émis par les dirigeants et notamment les signaux numériques que constituent les états financiers. Ils décodent, c'est-à-dire qu'ils passent des résultats comptables aux Profits Économiques par transposition.

Les marchés ne décodent d'ailleurs pas que les signaux numériques. Ils analysent aussi d'autres aspects : techniques, commerciaux... Ils scrutent au moins aussi attentivement les politiques adoptées : la rémunération des dirigeants, l'endettement... En termes académiques, cette pratique s'appelle « la théorie des signaux ». Il s'agit de décrypter tous les actes des groupes et de leurs dirigeants, afin de prévoir leurs Profits

Économiques futurs et ainsi fixer la Valeur de Marché des groupes.

La seule chose qui importe aux marchés est donc de savoir précisément quel code utilisent les groupes lorsqu'ils émettent leurs signaux numériques. Les marchés peuvent alors effectuer un travail de décodage efficace, c'est-à-dire construire une grille de transposition pour passer des publications comptables aux réalités économiques. Si les groupes changent de « code » d'une année sur l'autre, cela oblige les marchés à construire une nouvelle grille de transposition, ce qui augmente leur coût d'obtention de l'information économique recherchée : ennuyeux mais sans plus. Que deux groupes semblables utilisent des codes différents pose le même genre de problème superficiel.

In fine, le Profit Économique calculé est indépendant de la grille utilisée pour transposer les signaux numériques comptables en performance économique.

En tout état de cause, les publications exclusivement comptables ne sont guère pertinentes car elles se réfèrent au passé. Or, nous l'avons vu, ce sont les flux futurs qui déterminent la valeur des groupes. Ce n'est donc que dans la mesure où les comptes ont un contenu informationnel sous-jacent pour l'avenir, qu'ils peuvent présenter un intérêt sur le plan économique.

En revanche, les annonces comptables peuvent être accompagnées de décisions opérationnelles qui sont porteuses d'un contenu informationnel supérieur. Ces décisions, qui ont une incidence sur l'avenir, ne sont malheureusement pas toujours publiées, ou lorsqu'elles le sont, s'avèrent insuffisantes aux yeux des marchés. Ceux-ci émettent alors un jugement négatif sur le groupe concerné et proclament : « les dirigeants sont obnubilés par l'arbre comptable et ne voient pas la forêt économique ! ».

DAF ! Ne vous trompez pas de débat et n'accordez pas à l'information comptable une importance exagérée ! Ne confondez pas l'instrument comptable et l'objectif recherché : la Création de Valeur ! Soyez exigeants en matière de performance économique et n'hésitez pas à en donner la représentation qui vous paraît la plus opportune !

L'opacité de la communication financière conduit à un Coût du Capital (substantiellement !) plus élevé, certaines études académiques récentes tendent à le prouver. Mieux vaut communiquer plus que moins ! Mieux vaut communiquer avec des outils modernes (le Profit Économique) qu'avec des outils

surannés (la comptabilité traditionnelle : française, IAS, FASB, peu importe). Il faut communiquer en termes de Création de Valeur avec la présentation adéquate, bien adaptée à la réalité économique et industrielle de l'entreprise tels que des retraitements astucieusement sélectionnés permettent de l'atteindre.

QUATRIÈME PARTIE

COMMENT IMPRÉGNER DE CRÉATION DE VALEUR TOUTE L'ENTREPRISE ?

La Création de Valeur ne peut demeurer un simple outil de mesure de performance : elle doit imprégner toute l'entreprise pour s'élever en un Système de Gestion par la Valeur. Pour cela, les prises de décisions stratégiques et opérationnelles doivent être prises dans le seul but de créer de la valeur et leur contribution à l'amélioration du Profit Économique doit être correctement mesurée. Aussi, et même surtout, les dirigeants et salariés doivent participer à la Création de Valeur qu'ils ont contribué à générer par leurs talents : la Gestion des Ressources Humaines doit donc elle aussi être considérablement teintée de Création de Valeur.

CHAPITRE 8

Intégrer la Création de Valeur dans le processus stratégique

En poursuivant notre raisonnement logique à partir du constat qui sert de fondation à la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur, il vient tout naturellement que la seule règle stratégique qu'une entreprise peut se fixer dans ce contexte est : « faire croître le Profit Économique ». Or, ceci passe essentiellement par la croissance de l'entreprise. Ceci entraîne aussi des implications particulières en matière de communication financière prospective afin que l'entreprise indique clairement comment, de combien, à quel horizon, sa Création de Valeur va s'améliorer. Et qu'elle le fasse ! Les responsables des aspects stratégiques au sein de l'entreprise ne peuvent réaliser ces tâches individuellement : ils ne pourront le faire qu'en collaboration avec les responsables opérationnels ; le DAF devra leur apporter son concours.

Par Stratégie, nous entendons, rappelons-le, les grandes décisions qui sous-tendent des montants importants de Capitaux Investis et qui impliquent durablement (pluri-annuel) et profondément le devenir de l'entreprise. Ce sont des raisonnements au niveau des Rivières de Valeur, conçues comme des boîtes noires. Dois-je augmenter ou diminuer le nombre de Rivières de Valeur dans tel ou tel domaine existant ou nou-

veau – connexe ou pas –, par investissement – désinvestissement, acquisition – cession – liquidation ? Dois-je faire augmenter ou diminuer la taille de telle ou telle Rivière de Valeur en y faisant entrer plus de Capitaux Investis ou au contraire en lui en faisant rembourser ?

Avec la Stratégie, on se situe au niveau du dialogue de la Direction d'une Rivière de Valeur « vers le haut » : la Direction Générale du Groupe ou entre cette dernière et les investisseurs.

(Cf. *Chap. 9 : Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels*, p. 209 et suivantes)

Ce qui se passe à l'intérieur d'une Rivière de Valeur (la remontée aux sources de la Création de Valeur ou l'ouverture des boîtes noires) fera l'objet du Chapitre suivant.

1 Seule règle stratégique : « croissance du Profit Économique »

1.1 Seul le progrès continu est important

Savoir qu'une Rivière de Valeur a dégagé un Profit Économique positif ou négatif hier est de peu d'utilité. En effet, la valeur de l'entreprise aujourd'hui dépend de ses perspectives et non de son passé.

La seule règle stratégique qu'il convient de respecter est d'améliorer le Profit Économique quel que soit son niveau actuel, que l'entreprise fasse des pertes ou des profits économiques. L'important n'est donc pas tant la valeur absolue du PE que le sens de sa variation pour autant qu'elle ne soit pas déjà anticipée. Dans cette optique, la seule règle est d'augmenter le Profit Économique, encore et toujours. S'il est négatif, il doit devenir de moins en moins négatif. S'il est positif, il doit devenir de plus en plus positif.

Ceci dérive de ce que nous qualifions en toute immodestie de Théorème de Bogliolo, dont nous avons reporté la démonstration en Annexe pour ne pas alourdir le corps de cet ouvrage.

(Cf. *Annexe III : Théorème de Bogliolo*, p. 281 et suivantes)

L'important est de créer de la Valeur dorénavant, peu importe le passé. Il est tout aussi créateur de Valeur de passer d'une Perte Économique à une moindre Perte Économique que de passer d'un Profit Économique à un Profit Économique supérieur. Passer en termes de Profit Économique de –125 à –75 ou de –25 à +25 ou de +150 à +200, soit dans les trois cas une amélioration de +50, entraînera tout aussi bien une Création de Valeur de +500 (si la Valeur de Marché capitalise dix PE par exemple – simpliste).

C'est donc l'amélioration du Profit Économique par rapport à son niveau actuel qui importe plutôt que son niveau actuel dans l'absolu. En fait plus que l'amélioration du PE, ce qui est réellement important, c'est plutôt l'amélioration du PE au-delà de l'amélioration anticipée et déjà imputée dans la valeur de l'entreprise.

Si l'entreprise réalise la progression de son PE déjà imputée dans sa valeur, les nouveaux investisseurs bénéficieront sur leur investissement à la Valeur de Marché d'une rentabilité égale au Coût du Capital. Pour que les nouveaux investisseurs bénéficient d'une véritable Création de Valeur, c'est-à-dire d'une rémunération supérieure au Coût du Capital, il faut que l'entreprise réalise une progression de son PE supérieure à celle déjà imputée dans sa valeur. Si l'entreprise réalise une progression de son PE mais que celle-ci est inférieure à celle déjà imputée dans sa valeur, les nouveaux investisseurs à la Valeur de Marché seront pénalisés par une destruction de valeur, c'est-à-dire par une rémunération inférieure au Coût du Capital.

Que la chronique anticipée (prévision de croissance du PE) et prévue au plan se réalise, assurera aux investisseurs une juste rémunération : le Coût du Capital. Ne pas réaliser cette chronique anticipée pénalisera dans leur rémunération les investisseurs. Dépasser cette chronique anticipée débouchera sur une rémunération « supra ordinaire » pour les investisseurs.

Une action n'offrira un Rendement supérieur (ou inférieur) à son Coût du Capital (elle sur-performera/ou sous-performera) que si les informations nouvelles la concernant amènent les investisseurs à réviser à la hausse (ou à la baisse) la chronique de ses Profits Économiques futurs.

On ne peut donc dire qu'une action est sous– ou sur– évaluée que si on a une divergence de vue avec le marché concernant la chronique de Profits Économiques futurs consensuellement imputée dans sa valeur : en général cette divergence de vues sera due à une asymétrie de l'information. Or si on ne bénéficie pas d'informations privilégiées (*insider trading*), on a statistiquement autant de chance de se tromper que d'avoir raison. Et donc il est impossible de battre le marché. D'où la supériorité de la gestion indicielle.

Donc, suggérer qu'une entreprise est sous-évaluée (ou surévaluée) revient à dire qu'on pense que la chronique de ses Profits Économiques futurs sera **en réalité** supérieure (ou inférieure) à la chronique « consensuelle » des investisseurs,

aujourd'hui imputée dans sa valeur. On ne peut suggérer qu'une entreprise est « à son juste prix » que si on n'a pas de vue divergente par rapport au consensus des investisseurs construit dans la valeur constatée. Rares sont ceux qui peuvent avoir une vue plus précise sur la chronique des Profits Économiques futurs de l'entreprise que le dirigeant de cette entreprise.

1.2 De combien faut-il progresser ?

Puisque l'objectif d'un Système de Gestion par la Valeur consiste à améliorer le PE, de combien faut-il l'améliorer ? Deux cas de figures se présentent alors : l'entreprise est cotée ou elle ne l'est pas.

1.3.1 Pour les entreprises cotées

Pour dériver un objectif de progression du Profit Économique dans le cas d'une entreprise cotée, on peut tenir le raisonnement suivant. Cela consiste en une lecture intelligente du cours constaté pour l'entreprise sur le marché. Celui-ci est en effet une sorte de livre que l'on peut lire pour peu qu'on en comprenne le langage. C'est celui-ci que nous expliquerons ci-après.

On constate la Valeur de Marché de l'entreprise étudiée en ouvrant un journal quelconque et en calculant sa capitalisation boursière, résultat du produit du nombre d'actions constituant son capital et du cours quotidien publié dans ledit journal.

Par ailleurs, on dispose de son dernier rapport annuel. On peut donc calculer son dernier Profit Économique et ses derniers Capitaux Investis.

Faisons l'hypothèse de constance à l'infini du dernier Profit Économique ainsi calculé ; l'actualisation de ce Profit Économique constant à l'infini (VAN(PE)) additionné aux derniers Capitaux Investis donne une certaine valeur de l'entreprise que l'on pourrait appeler la Valeur des Opérations Courantes VOC.

On constatera alors un solde positif ou négatif entre la Valeur des Opérations Courantes et la Valeur de Marché totale du jour. Ce solde non expliqué de la Valeur de Marché par la Valeur des Opérations Courantes est la Valeur de la Croissance Anticipée VCA par le marché, c'est-à-dire la valeur que sont prêts à payer les investisseurs pour la croissance qu'on leur fait miroiter au-delà de la valeur « assurée » par les réa-

lisations passées de l'entreprise. Celle-ci sera réalisée à l'avenir par l'entreprise en plus de ses opérations courantes.

Par un calcul de mathématiques financières – mais cette fois fait à l'envers (non plus un calcul d'actualisation mais un calcul de capitalisation) –, on est capable d'étaler cette Valeur de la Croissance Anticipée sur un certain horizon de projection sur lequel on souhaite travailler. Cela donnera les objectifs de croissance du Profit Économique sur l'horizon en question. Le calcul montrera que le Profit Économique de l'année 1 devra être supérieur de x millions d'Euros à celui de l'année 0 ; que le Profit Économique de l'année 2 devra être supérieur de y millions d'Euros à celui de l'année 1 ; etc.

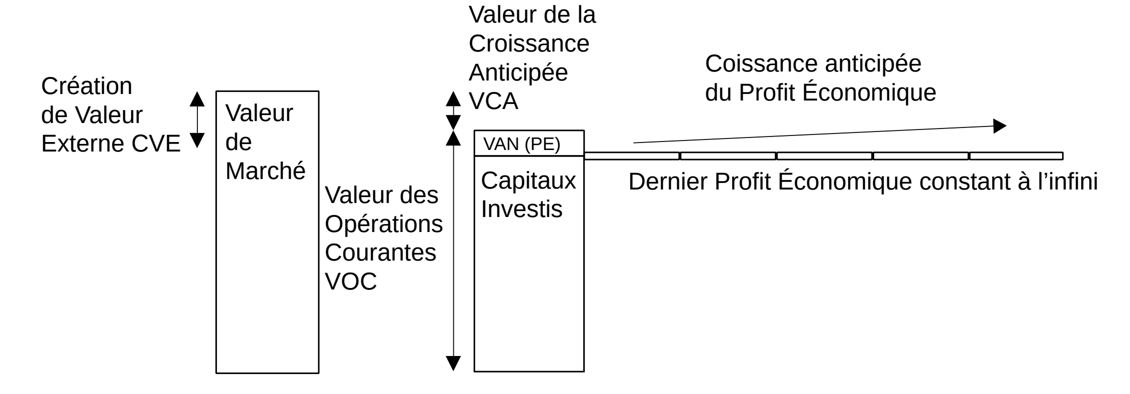


Figure 37 : Schéma Valeur des Opérations Courantes – Valeur de la Croissance Anticipée

En vertu du Théorème de Bogliolo, les investisseurs sont prêts à payer la valeur actuelle de l'entreprise parce qu'ils anticipent cette croissance du PE. D'une certaine manière, l'entreprise leur a fait miroiter ce potentiel de croissance à travers une communication financière bien orchestrée. C'est le potentiel de croissance qui est acheté par les investisseurs. Ils n'obtiendront sur la Valeur de Marché qu'ils ont payé, la rentabilité des capitaux qu'ils ont investis au Coût du Capital qu'ils estiment pour l'entreprise qu'à une condition : que l'entreprise réalise ces projections imputées dans sa Valeur de Marché et décryptées par le raisonnement ci-dessus.

Dans le cas contraire, cela signifiera que la valeur de l'action va évoluer de manière insuffisante pour leur rapporter la rémunération au Coût du Capital, même si ces réalisations constituent une amélioration par rapport à la situation passée. En revanche, si l'entreprise fait mieux que ces projections, la valeur de l'action progressera plus vite et leur offrira une rentabilité supérieure au Coût du Capital sur la valeur de leur investissement à la Valeur de Marché d'aujourd'hui.

En faisant de la valeur de l'action la lecture précédente, on voit qu'on peut extraire de celle-ci les objectifs stratégiques que l'entreprise doit nécessairement poursuivre puisque ce sont ceux-là qui vont permettre aux investisseurs d'obtenir la rentabilité qu'ils sont en droit d'attendre en investissant dans l'entreprise. La détermination des objectifs stratégiques d'une entreprise n'est pas laissée au libre arbitre du management de l'entreprise. En réalité, ils sont fixés par les investisseurs à travers le niveau de prix à partir duquel ils acceptent d'acheter ou de vendre les actions de l'entreprise.

Ici encore, on constate une nouvelle fois la dualité entre finalité et moyens :

- La finalité est fixée par les investisseurs, sous forme d'une rentabilité attendue au Coût du Capital sur la valeur de leur investissement à la Valeur de Marché ;
- Les moyens sont organisés par l'entreprise sous forme d'un plan prévoyant les actions : quels produits, quels marchés, quels prix, quel développement, vont permettre à notre Profit Économique d'atteindre les projections ainsi lues… C'est le plan stratégique de l'entreprise. Il est laissé à la totale responsabilité du management, qui a toute liberté de moyens pourvu que la finalité soit atteinte.

Les objectifs d'une entreprise sont donc fixés par les investisseurs, qui, à travers la Valeur de Marché, expriment les variations imposées du Profit Économique.

Si on omet pour un instant l'existence d'un éventuel hiatus entre la réalité interne de l'entreprise et la réalité perçue et évaluée à l'extérieur de l'entreprise, les dirigeants d'une entreprise peuvent avoir un langage très simple vis-à-vis des employés : « nous ne fixons pas les objectifs, ils sont fixés par les investisseurs qui veulent obtenir ce qui est leur droit légitime : une rentabilité au Coût du Capital sur leurs Capitaux Investis »

Tout le raisonnement qui précède est également valable si les investisseurs ont accepté d'acheter des résultats en détérioration. Si les détériorations réelles constatées sont moindres que celles prévues (même si ce sont des détériorations), l'entreprise aura fait mieux que ce que les investisseurs avaient acheté, et ceux-ci seront satisfaits et obtiendront une rentabilité supérieure au Coût du Capital.

1.3.2 Pour les entreprises non-cotées

Pour les sociétés non cotées ou pour les Rivières de Valeur non cotées d'un Groupe coté, le même raisonnement reste

valable, avec une difficulté toutefois : l'ignorance d'une valeur explicite de l'entreprise donnée par le marché. En conséquence, le mode de calcul évoqué précédemment pour les entreprises cotées n'est pas directement transposable aux entreprises non cotées.

Cependant, les dirigeants-investisseurs ont les mêmes objectifs de valorisation de leur entreprise que les marchés ; ils peuvent donc décider, de manière objective ou non, que leur entreprise doit avoir telle valeur. Et les objectifs de performance économique interne mesurée en termes de Profit Économique en découleront de la même manière.

Nous présenterons successivement trois manières alternatives mais éventuellement complémentaires de répondre à la question posée.

En premier lieu, le dirigeant de l'entreprise, qui est souvent le principal si ce n'est unique investisseur dans une entreprise non cotée, peut tout simplement se fixer un objectif de valorisation pour son entreprise et donc pour la fraction de son patrimoine que cet investissement représente. En tant que dirigeant, il peut ainsi en déduire le niveau de Profit Économique qui valoriserait l'entreprise sur le marché à la valeur recherchée. Il peut donc calculer les progrès qui lui restent à accomplir par rapport à sa situation présente. Il peut enfin traduire ces progrès économiques en plans d'actions stratégiques et opérationnels dans tous les domaines de l'entreprise : achats, production, vente, stratégie, marketing, mix produits-marchés, personnel et ses rémunérations…

Pour intéressante qu'elle soit cette méthode peut être critiquée pour l'inévitable arbitraire qu'elle comporte.

En deuxième lieu, il peut aussi, pour vérifier que telle progression est raisonnable ou pas, effectuer une démarche de *benchmarking* interne ou externe. En interne, il faut comparer les différentes unités qui sont dans le même métier. En tout état de cause, il convient d'exprimer le Profit Économique en une unité de référence afin de pouvoir comparer des entreprises différentes, notamment en raison de leur taille. Il est souvent intéressant de faire cette analyse par rapport à un ratio de chiffre d'affaires.

Si on prend l'exemple d'une chaîne d'hôtels ou de magasins, il est facile de les comparer entre eux : coefficient d'occupation, montée en puissance d'un nouveau point de vente, temps pour arriver à saturation… Si ce type de données est disponible, on peut aussi comparer avec des entreprises concurrentes.

Mais en dépit de leur objectivité apparente, ces références externes ne sont pas optimales. En vertu du dicton : au pays des aveugles, les borgnes sont rois, on n'est jamais sûr que le meilleur élément de l'échantillon de benchmark présente une performance suffisante.

En troisième lieu, il peut aussi se référer à des bases de données de bilans d'entreprises cotées, de préférence présentant des similitudes avec la sienne. L'analyse consiste à associer sur un graphique :

- le Profit Économique de l'année n,
- à la variation du PE entre cette année n et l'année n + 1.

On peut tracer pour les points ainsi dessinés une courbe de régression. On constate alors qu'à des Profits Économiques faibles (voire négatifs) est associée une croissance de Profit Économique forte et à des Profits Économiques forts est associée une croissance faible (voire négative au-delà d'un niveau très élevé qui attise le jeu concurrentiel).

Donnons une image : quelle est la probabilité pour qu'un élève doué ayant 15 régulièrement en début d'année s'améliore fondamentalement toute l'année pour arriver à 18 en fin d'année ? Elle est relativement faible. En revanche l'élève médiocre en début d'année peut, après un déclic, en apprenant des méthodes de travail, basculer et devenir au moins un élève moyen. D'où la forme de la courbe montrée ci-dessous : elle correspond bien au bon sens.

On trouvera ci-après une courbe de régression tracée pour les points résultant des classements publiés par L'Expansion et déjà mentionnés.

De manière générale, il est nécessaire d'objectiver le débat pour fixer des objectifs d'amélioration. Ainsi en regardant une courbe telle que celle décrite ci-dessus et résultant d'un échantillon de sociétés comparables à l'entreprise analysée, les dirigeants se situeront sur la courbe en fonction de leur niveau de PE récent et pourront en déduire la variation de PE qu'ils peuvent avoir comme objectif pour l'année à venir, selon qu'ils veuillent être dans la moyenne, le premier quartile ou le premier décile. Ainsi la fixation d'objectifs se rationalise encore plus grâce à la référence à des Valeurs de Marché.

Dans tous les cas, il est préférable que les objectifs de progression du Profit Économique tout comme leur déclinaison au sein d'une entreprise dans les différentes Rivières de Valeur la constituant, ne soient pas fixés de manière arbi-

traire. Sinon le dirigeant ou employé concerné n'y adhérera pas et ne sera pas motivé pour les tenir. La fixation d'objectifs ne doit donc pas résulter de négociations arbitraires internes à l'entreprise entre un supérieur hiérarchique et son subordonné, d'autant plus que les rémunérations y sont attachées. Car sinon la négociation d'objectifs sera viciée par ce qui sera de fait le véritable enjeu, la négociation salariale sous-jacente.

De plus, on ne peut juger en valeur absolue une variation du Profit Économique. Est-elle bonne ou pas ? La seule réponse valable et logique est : « est-ce une variation suffisante, c'est-à-dire permet-elle d'atteindre l'objectif de rentabilité des investisseurs par rapport aux prix qu'ils ont payé ? »

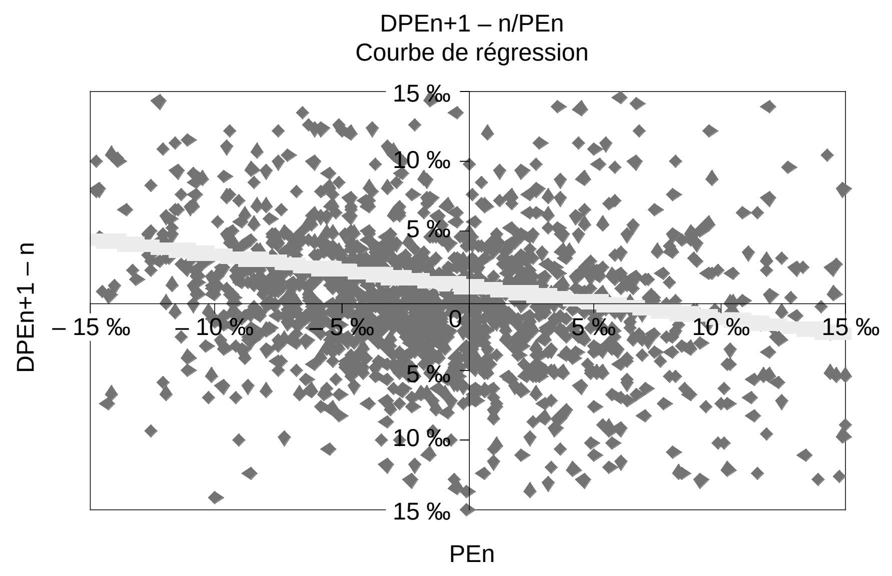


Figure 38 : Graphique Variation du PE entre n et n +1 en fonction du PEn

2 La communication financière prospective

(Cf. *Chap. 7 : Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF*, p. 145 et suivantes)

Il y a deux aspects dans la communication financière : un bilan rétrospectif et une vision prospective. Nous avons déjà traité des aspects rétrospectifs, nous nous attarderons maintenant sur les aspects prospectifs. C'est pourquoi nous avons situé ce paragraphe dans le S de Stratégie, car il ne s'agit que de la traduction en termes de Création de Valeur de la Stratégie de l'entreprise. Le DAF est en quelque sorte l'interprète de son collègue stratège au sein du Comité Directeur de l'entreprise.

La communication rétrospective consiste à expliquer les résultats passés. Ceci peut sembler totalement inintéressant dans la mesure où comme nous le savons les résultats passés ne contribuent pas à la formation de la valeur de l'entreprise. Cependant, cet exercice est indispensable car il permet d'expliquer la performance de l'entreprise non plus en termes de résultat comptable mais en termes de Création de Valeur, c'est-à-dire de Profit Économique.

La communication prospective consiste, elle, à expliquer :

- que les Capitaux Investis actuels vont être correctement et/ou de mieux en mieux rémunérés,
- pourquoi le business plan va requérir des Capitaux Investis supplémentaires,
- comment l'entreprise souhaite que ses investisseurs les lui fournissent,
- quelle augmentation de REMIC va découler de cette augmentation de Capitaux Investis,
- que ces augmentations de Capitaux Investis et de REMIC vont atteindre un Rendement des Capitaux Investis supérieur à leur coût et donc contribuer à une amélioration du Profit Économique,
- quel potentiel de bonnes surprises réserve le business plan pour que la croissance de la Création de Valeur débouche sur une rémunération des investisseurs supérieure au Coût du Capital (Cf. le Théorème de Bogliolo).

En donnant aux investisseurs tous ces éléments, l'entreprise leur donne les moyens de déterminer la Valeur de Marché de l'entreprise. En effet, cela revient à leur donner les clefs pour qu'ils constituent une chronique réaliste de Profits Économiques futurs sur laquelle les dirigeants sont en quelque sorte en train de s'engager. À travers ce dialogue avec les investisseurs se détermine la Valeur de Marché de l'entreprise. Celle-ci est fonction de deux paramètres : la chronique anticipée des Profits Économiques futurs, et la crédibilité qui va lui être accordée. La communication financière prospective consiste à forger la conviction des investisseurs sur ces deux éléments.

La crédibilité vient en partie de la communication financière rétrospective. Les investisseurs vont regarder comment dans le passé les dirigeants ont respecté leurs engagements et à quelle hauteur étaient fixés les objectifs annoncés : telle entreprise a systématiquement atteint et dépassé les objectifs modestes annoncés tout en réalisant une performance banale, telle autre a régulièrement eu du mal à atteindre des objec-

tifs très ambitieux mais a quand même réalisé une excellente performance. C'est ce qu'on nomme en jargon boursier le *track record*.

Ici encore le Théorème de Bogliolo peut servir de guide à notre réflexion. Il en découle en matière de communication financière quatre conséquences immédiates pour un dirigeant.

En premier lieu, un dirigeant doit « lire » la Valeur de Marché du jour de l'analyse pour en extraire la chronique "consensuelle" qui y est imputée. Le dirigeant doit construire une chronique « plausible » de Profits Économiques futurs dont la valeur présente actualisée au Coût du Capital de l'entreprise donne la valeur constatée.

Ensuite, il doit prendre position par rapport à cette chronique « consensuelle ». Le dirigeant doit traduire sa stratégie en termes d'une chronique de Profits Économiques futurs, ce qui est assez proche de la planification traditionnelle.

Autant ces premières et deuxièmes tâches relèvent bien de la gestion traditionnelle, autant la troisième et la quatrième ressortissent exclusivement à la communication externe ou interne.

En troisième lieu, un dirigeant doit dialoguer, négocier avec les investisseurs pour les aider à établir une nouvelle chronique plus proche du potentiel réel de l'entreprise et ainsi déterminer une valeur plus pertinente. La communication financière a ce rôle essentiel à jouer.

Le dirigeant doit donc expliquer aux investisseurs en quoi la chronique « consensuelle » d'aujourd'hui des Profits Économiques futurs qu'il a lue dans la valeur est en deçà de sa propre vision de la performance de l'entreprise telle qu'il la projette. Ainsi il remédiera à une sous-évaluation de l'entreprise.

Il se peut aussi que les investisseurs ne soient irrémédiablement pas d'accord avec les objectifs affichés par les dirigeants de l'entreprise, qu'ils n'y croient pas. L'entreprise n'a pas assez de crédibilité pour que le marché les imputent dans la valeur, ce qui est grave. À ce moment-là, le management de l'entreprise aura intérêt à réviser ses objectifs et les rendre plus crédibles. Les marchés n'ont aucun intérêt à faire passer aux dirigeants d'une entreprise un message du genre : « attention, voie sans issue ! » s'ils n'en étaient pas fondamentalement persuadés, ce que les dirigeants de l'entreprise ont peut-être plus de mal à discerner.

Les perspectives du dirigeant ne doivent pas être déjà anticipées d'une manière ou d'une autre par les investisseurs. Sinon elles ne seront en fait que des non-événements sans répercussion sur la valeur. Or, bien qu'extérieurs à l'entreprise, ces derniers disposent de moyens d'information très puissants : concurrents, clients, fournisseurs ou employés sont autant de sources qu'ils n'hésitent pas à exploiter. De plus, leur simple nombre contribue à la qualité de leurs prévisions collectives : la somme de leurs erreurs individuelles atteint une sorte de rationalité.

Mais le PDG doit aussi expliquer, le cas échéant, en quoi l'objectif de performance que lui fixent les investisseurs à travers la valeur ne peut pas être atteint, s'il pense que l'entreprise est surévaluée. Il évitera ainsi des emballements indus qui seront immanquablement suivis de corrections sévères. Ces situations sont aussi dommageables que des sous-évaluations chroniques, à la fois pour les investisseurs et pour les dirigeants. La crédibilité des uns et l'épargne des autres sont en jeu.

Le marché peut aussi croire que l'entreprise a réellement le potentiel pour réaliser les projections qu'il souhaite et alors, s'il n'arrive pas à convaincre le management de la pertinence supérieure de ses vues, il imposera, au terme d'un processus plus ou moins long et plus ou moins feutré, un changement de management (ex : Club Med il y a quelques années ou en ce moment le groupe André). Telle est la dure loi du monde économique : aucune langue de bois ne changera rien à ce type de réalité !

Enfin en dernier lieu, un dirigeant doit considérer le niveau de la chronique consensuelle à laquelle les investisseurs seront finalement arrivés comme l'objectif de performance à battre et donc décliner cet objectif à travers toute la hiérarchie de l'entreprise.

Rappelons qu'entre le niveau présent de performance de l'entreprise et le niveau futur justifiant la valorisation actuelle, une amélioration anticipée de performance peut être projetée sur le long terme. C'est elle et non pas la négociation budgétaire qui doit servir de système de fixation d'objectifs à l'intérieur de l'entreprise. À un processus vicié par les inévitables conflits internes et surtout par des négociations salariales sous-jacentes, on substitue ainsi une référence impartiale car extérieure. De plus, cette référence est la seule valable puisque c'est elle qui constitue le fondement même du contrat d'entreprise : le mandat de gestion entre les investis-

seurs en tant que mandants et les dirigeants ou le personnel en tant que mandataires.

Tenir compte des messages envoyés par les investisseurs par le truchement des Valeurs de Marché, est donc un signe de saine gestion de la part des dirigeants. Le dirigeant doit intégrer l'opinion des investisseurs-mandants dans ses perspectives. Il communiquera sur cette base, en interne cette fois-ci, vis-à-vis du personnel. La chronique consensuelle sera transmise comme une donnée exogène qui détermine si le mandat accepté est bien accompli.

Pour servir d'incitation et comme mesure de justice sociale, le dirigeant se servira de cette amélioration anticipée comme base d'un système de rémunération variable pour le personnel de quelque niveau que ce soit. Ainsi le succès des uns sera aussi le succès des autres. En effet, réaliser l'amélioration anticipée assurera aux uns et aux autres une juste rémunération : le Coût du Capital pour les uns et le niveau requis par le marché du Travail pour les autres. Ne pas atteindre cette amélioration anticipée pénalisera dans leurs rémunérations respectives tant le facteur de production Capital que le facteur de production Travail. Dépasser cette amélioration anticipée débouchera sur des rémunérations « supra ordinaires » tant pour les investisseurs que pour les dirigeants et le personnel.

La communication entre l'entreprise et ses investisseurs est donc à double sens : transmission des vues de l'entreprise pour informer les investisseurs afin de déterminer économiquement la Valeur de Marché de l'entreprise, transmission de l'opinion des investisseurs pour orienter la gestion de l'entreprise et fixer les rémunérations des dirigeants et du personnel. Ceci est bien entendu le rôle du PDG qui seul peut assurer la cohérence et la complémentarité des actions menées. Le PDG est donc aussi Dircom ! Où on retrouve l'image de l'entreprise-sablier !

3 Les stratégies d'amélioration du Profit Économique

3.1 Comment générer une progression du Profit Économique.

(Cf. *Annexe IV : Croissance du Profit Économique*, p. 285 et suivantes)

Pour générer la croissance du Profit Économique, en vertu des développements mathématiques que nous avons repoussés en Annexe, il ne suffit pas d'améliorer le REMIC. En effet, n'importe qui est capable d'améliorer un Résultat d'Exploitation pourvu qu'il investisse suffisamment (on peut en effet

espérer *a fortiori* d'un spécialiste qu'il n'investisse pas pour générer des pertes opérationnelles). Il faut que le supplément de résultat apporté par l'investissement marginal réalisé soit supérieur à ce que coûte cet investissement marginal avec son Coût du Capital associé. C'est toute la question du choix des investissements et de leur rentabilité. Et, *mutatis mutandis*, pour les désinvestissements : on perd du résultat en désinvestissant, mais on économise aussi de la charge du Capital.

Même ceci n'est pas suffisant. Il faut encore que la Création de Valeur ainsi générée par l'investissement marginal ne soit pas contrecarrée par une augmentation du Coût du Capital sur les Capitaux Investis de départ.

L'amélioration de l'efficacité du Capital actuel ne se transforme en Création de Valeur que pour autant qu'elle soit supérieure à la hausse du Coût du Capital. En revanche, une baisse du Coût du Capital peut contribuer à ce que passe inaperçue, en termes de Création de Valeur, une détérioration de cette même efficacité. Or les variations du Coût du Capital proviennent non seulement de modifications opérationnelles (niveau du point mort par exemple) mais aussi de variations du niveau général des taux d'intérêt. Ces derniers agissent donc comme le rythme donné par le chef d'orchestre. Celui-ci a en effet le pouvoir de définir la durée exacte d'une mesure tout en respectant non seulement les notes du compositeur mais même ses indications telles que *allegro* ou *allegro ma non troppo*. Tous les excellents professionnels constituant l'orchestre doivent s'adapter. Pourtant, on imagine aisément qu'il est plus difficile d'interpréter une partition donnée avec un rythme plus rapide.

Un outil productif existant générera d'autant plus de valeur que les taux d'intérêt baisseront ; réciproquement, plus les taux augmenteront et plus l'outil devra être productif pour générer la même valeur. Les opérationnels devraient avoir ce raisonnement bien ancré dans leur esprit pour le jour à venir où les taux remonteront après de nombreuses années de forte baisse. Cette baisse a en effet fortement contribué à amortir le choc de la mondialisation avec la concurrence exacerbée en résultant et donc le tassement des résultats opérationnels.

(Cf. *Chap. 10 : Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur*, p. 233 et suivantes)

Nous reparlerons de ces aspects chance ou gestion plus loin.

Il résulte de la formule du Profit Économique et de la dérivation mathématique précédente que cinq types d'actions peuvent concourir à l'amélioration du Profit Économique :

- baisser le Coût du Capital (cmc),

- augmenter l'endettement,
- investir plus dans des activités rentables (en ce sens la Création de Valeur est tout sauf malthusienne), avec comme cas particulier les acquisitions et les investissements stratégiques,
- désinvestir des activités non rentables et dont la rentabilité ne peut pas être améliorée, avec comme cas particulier les cessions – restructurations,
- améliorer le Rendement des Capitaux Investis actuels.

Toute, absolument toute, décision de l'entreprise, de la plus opérationnelle, prise plusieurs fois par jour au plus bas de la hiérarchie, à la plus stratégique prise en de très rares occasions au plus haut niveau de la hiérarchie, peut être analysée en fonction de l'une ou l'autre de ces cinq règles.

Accroître le Profit Économique par l'une ou l'autre de ces cinq règles est bien la Mission du Travail afin que la Création de Valeur Externe augmente comme le souhaite nécessairement le Capital.

Contrairement aux quatre premières, la dernière de ces cinq règles ne ressortit pas à la Stratégie et nous la traiterons donc dans le O d'Opérations au chapitre suivant.

Le DAF n'est pas moteur de ces décisions mais peut informer et conseiller ses collègues. Ce n'est pas lui qui va baisser le Coût du Capital, c'est-à-dire le risque, mais il peut expliquer qu'il existe des manières d'exercer un métier qui sont plus risquées que d'autres. Par exemple une entreprise qui n'a que quelques clients prend des risques, ce qui impose un Coût du Capital plus élevé. La Direction Financière est là pour expliquer les critères utilisés par les marchés pour valoriser l'entreprise et pour indiquer les grandes voies de l'amélioration du PE.

Nous traiterons maintenant successivement des quatre règles stratégiques d'amélioration du Profit Économique.

3.2 Baisser le cmc

Pour améliorer le Profit Économique on peut baisser le Coût du Capital (cmc). Baisser le Coût du Capital revient à diminuer le risque de l'entreprise. Or ce risque n'est pas tant financier qu'opérationnel. Baisser le Coût du Capital s'obtient donc grâce à des actions opérationnelles qui diminuent la volatilité des flux de trésorerie (ce qui permet parallèlement d'augmenter la capacité d'endettement et qui permettra ulté-

rieurement d'augmenter effectivement l'endettement). Ce sont les opérationnels qui peuvent réaliser ces actions.

Pour cela on travaillera différents aspects de l'entreprise mis en lumière lors de l'étude du Coût du Capital comme constitutifs de ce coût (taille et diversité, opérations, stratégie, gestion des actifs).

(Cf. *Chap. 4 :* Coût moyen du capital, p. 53 et suivantes)

Le risque lié à la taille et à la diversité est simplement l'application la plus simple qui soit de la notion de diversification. Plus grande la taille et la diversité, et plus faible le risque de l'entreprise et donc plus bas son Coût du Capital. Une entreprise de grande taille est plus à même d'absorber des chocs. Elle est aussi en général plus ancienne et elle a donc *a priori* plus d'expérience. La diversité internationale contribue à la diminution du risque car elle réduit la dépendance de l'entreprise aux facteurs conjoncturels d'un pays donné. La volatilité des flux de revenus de l'entreprise en sera d'autant plus réduite. La mondialisation de l'économie va dans ce sens.

Il convient ici de préciser que cette question de taille et diversité n'a rien à voir avec la notion de conglomérat. En effet la diversification offerte par un conglomérat est une diversification de portefeuille qu'un investisseur peut répliquer (beaucoup plus facilement) en achetant directement les titres des différentes entreprises composant le conglomérat. Le marché ne paiera donc pas plus pour un conglomérat. D'où la vague de *demergers* ou *spin-offs* et la préférence pour les entreprises mono secteur. Ces dernières ont d'ailleurs généralement des Créations de Valeur supérieures.

En revanche dans un secteur donné et pour une entreprise donnée, croître en taille ou en diversité internationale ne peut être reproduit par les investisseurs en dehors de cette entreprise. L'exemple le plus évident est celui d'une entreprise dont le métier suit le rythme des saisons : avoir des activités dans les deux hémisphères constituera pour elle une diversification pleine de bon sens.

Le risque des opérations provient ensuite de la volatilité des REMIC (puisque nous avons déjà traité au point précédent de la diminution de la volatilité des revenus) obtenus sur la durée d'un cycle économique. Plus faible cette variabilité par rapport à la moyenne du secteur et plus bas sera le Coût du Capital. Diminuer ce risque revient à abaisser le point mort de l'entreprise. Pour cela, tout ce qui pourra contribuer à la « variabilisation » des charges sera le bienvenu : sous-traitance ou externalisation en particulier d'activités

annexes. D'où la vogue de tous ces types d'opérations depuis quelques années.

La question des rémunérations variables est aussi importante dans ce contexte puisque les rémunérations traditionnellement essentiellement fixes constituent l'un des éléments du point mort. Il faut donc mettre en place des systèmes de rémunération variables qui vont diminuer les coûts fixes et donc abaisser le point mort. La coopération du DAF ne se limitera pas dans ce cas à ses collègues stratèges mais devra aussi inclure le DRH si l'entreprise souhaite bénéficier de cet avantage.

Le risque stratégique provient de la croissance et de son rendement. Plus grand est le rendement ainsi que plus grande est la croissance et plus grand sera le risque. En effet, le risque pris par les investisseurs s'accroît en raison des incertitudes qui pèsent sur l'accomplissement effectif des promesses contenues dans cette croissance importante ou ces rendements élevés. Une entreprise en forte croissance et forte rentabilité (Rendement des Capitaux Investis très supérieur au Coût du Capital) sera intrinsèquement plus risquée qu'une entreprise moyennement rentable (Rendement des Capitaux Investis à peine supérieur au Coût du Capital) et en faible croissance. À vrai dire, cet aspect des choses n'est pas tellement « gérable » par la direction d'une entreprise, car une entreprise ne refusera pas la croissance et la rentabilité sous prétexte de l'augmentation concomitante de son Coût du Capital. Il faut seulement qu'elle soit pleinement consciente de son Coût du Capital à chaque instant de sa vie en fonction de ses caractéristiques propres.

Le risque lié à la gestion des actifs se subdivise notamment en Besoin en Fonds de Roulement et intensité capitalistique :

- Être capable de maintenir un niveau de Besoin en Fonds de Roulement stable et peu élevé démontre une capacité de gestion supérieure et donc un risque inférieur à la moyenne. Tous les programmes logistiques ou organisationnels réduisant les stocks (zéro stock, flux tendus, etc.) se situent dans cette ligne.
- Les entreprises ayant des immobilisations corporelles importantes sont moins risquées car elles ont généralement des positions dominantes et des coûts de production réduits. Les concentrations, la recherche de la taille critique et/ou de parts de marché prépondérantes s'inscrivent dans cette démarche.
- Plus l'ancienneté des actifs est réduite et moins élevé est le risque. En effet les usines anciennes ont des coûts d'opéra-

tion plus élevés. Elles devraient en toute logique être utilisées en dernier recours après que les usines à coût d'opération moins élevés ont été utilisées au maximum de leur capacité (réciproquement arrêtées en premier lieu dès qu'il y a une baisse de l'activité). Elles contribuent donc à accroître le caractère cyclique de cette activité. Une gestion intelligente du parc d'usines de l'entreprise doit être effectuée au regard de ce critère.

- Une durée de vie des actifs plus courte est synonyme de risque plus élevé. En effet le remplacement plus fréquent des actifs accroît les incertitudes. L'analyse des caractéristiques des investissements doit s'effectuer en tenant compte de ce fait.

Tout le Comité Directeur d'une entreprise est impliqué dans la mise en œuvre des conséquences concrètes que de telles recommandations générales vont impliquer au sein de « leur » entreprise : ni les stratèges seuls, ni même avec la seule aide du DAF, mais tous les autres Directeurs fonctionnels (DRH notamment) et aussi les Directeurs Opérationnels.

3.3 Augmenter l'endettement

La volatilité des flux de trésorerie a un double impact. Le premier au niveau du risque et par conséquent du Coût du Capital, comme nous l'avons vu au paragraphe précédent. Le second au niveau de l'endettement. Aucun de ces deux impacts n'est de la responsabilité du Directeur Financier qui ne fait que les constater. En revanche, il peut inciter les Directeurs opérationnels à aller dans le sens de la plus grande stabilité possible des flux de trésorerie dans le contexte du métier exercé par l'entreprise. L'endettement n'est donc pas uniquement un critère financier : il résulte de la capacité d'endettement d'une entreprise, qui est elle-même déterminée par la plus ou moins grande volatilité de ses flux de trésorerie.

Une entreprise peut en effet se financer auprès de deux catégories distinctes d'investisseurs : les actionnaires et les créanciers. Les créanciers sont prioritaires en termes de flux sur les résultats de l'entreprise et en termes de stocks sur ces actifs en cas de liquidation. Comme la Finance d'Entreprise l'a constaté depuis de très nombreuses années, la rémunération va de pair avec le risque. La rémunération des actions est donc toujours plus importante que celle des créances.

Par ailleurs la plupart des systèmes fiscaux du monde prévoient la déductibilité fiscale des charges de rémunération

des dettes de l'entreprise. Le taux nominal de ces dettes est donc un taux brut. Le coût réel pour l'entreprise est le taux net, c'est-à-dire diminué de l'économie d'impôt ainsi réalisée. La collectivité nationale offre aux entreprises une subvention à l'endettement. Les dettes sont donc doublement moins chères que les actions.

(Cf. *Chap. 4 : Coût moyen du capital,* p. 53 et suivantes)

En raison de cette hiérarchie dans les coûts respectifs des deux sources de financement, le Coût Moyen du Capital (cmc) de l'entreprise, englobant ses deux sources de financement, sera d'autant plus bas que l'entreprise sera plus endettée.

Toute personne versée dans les affaires sait bien que si elle dispose de deux fournisseurs de la même matière première à deux prix différents, elle doit choisir, tout chose égale par ailleurs, le fournisseur qui propose le prix le plus bas.

Donc, en théorie et du strict point de vue du Coût Moyen du Capital, la structure financière optimale est celle de l'endettement maximal. Ceci exclut bien évidemment d'autres considérations qu'il convient de ne pas négliger : indépendance financière, risque de faillite, etc. C'est ce qui explique la vogue actuelle du recours accru à l'endettement, la distribution de dividendes plus généreux et/ou la réduction des distributions gratuites d'actions et du paiement de dividendes en actions, et surtout le rachat d'actions par les entreprises.

À ce stade, le Directeur Financier reprend la main. Il a un rôle important à jouer dans la définition d'un taux d'endettement optimal, dans l'acceptation de ce taux par les actionnaires, dans la levée des fonds correspondants auprès des créanciers, dans la définition d'une politique de distribution de dividendes et dans le montage d'éventuelles opérations de rachat d'actions.

3.4 La croissance

La troisième règle stratégique d'amélioration du Profit Économique est l'investissement rentable. Investir dans des activités qui ont un Rendement supérieur au Coût du Capital, revient à renforcer la position concurrentielle de l'entreprise.

Toute activité dans laquelle une entreprise peut dégager un Profit Économique positif mérite d'être développée : nouveau produit, nouveau marché, nouveaux clients, nouveau pays. Tout investissement qui peut générer un Profit Économique positif doit être réalisé : marketing ou marque permettant de vendre plus cher le même produit, processus industriel permettant de baisser les coûts de fabrication, logistique permet-

tant de réduire les stocks ou les délais de livraison ou d'approvisionnement.

Pour cela, il faut faire croître les Capitaux Investis dès que le Rendement des Capitaux Investis supplémentaires est plus grand que leur coût.

On retrouve la règle classique : investir dans tout projet à valeur actuelle nette positive. La prise en compte de ce critère est une révolution majeure pour les entreprises à double titre :

- En premier lieu, même si cette règle est censée être connue dans ses aspects théoriques de toutes les entreprises depuis longtemps, force est de constater à l'analyse des résultats des classements en termes de Création de Valeur et évoqués à de nombreuses reprises qu'elle est loin d'être appliquée dans la pratique. La rentabilité marginale des investissements de l'échantillon suivi a souvent été insuffisante par rapport à leur Coût du Capital dans la dernière décennie ! En d'autres termes, les entreprises de l'échantillon de *L'Expansion* ont investi, se sont développées en détruisant de la valeur. Croître dans la rentabilité n'est peut-être pas facile !
- En deuxième lieu, les entreprises fonctionnent traditionnellement sur la base d'un système qui *de facto* obtenait du Capital au compte-goutte et se considérait sans grande obligation de rémunération, le Capital étant presque considéré comme gratuit. Or cette troisième règle dit tout le contraire. Le Capital est pour l'entreprise une ressource sans limite mais elle est chère. Pourvu que l'entreprise présente des perspectives de rémunération suffisantes, elle pourra disposer du Capital nécessaire à ses projets.

L'entreprise peut donc se fixer une règle de gestion nouvelle et totalement révolutionnaire : investir à guichet ouvert ! Tout projet dont le Rendement est supérieur au Coût du Capital peut et donc doit être accepté (dans la limite de l'objet social).

Les directions des entreprises dans les domaines de la planification, du marketing ou du développement devraient avoir pour seule devise : l'imagination au pouvoir ! Cette liberté d'expression et de proposition doit bien entendu être étendue à l'ensemble de l'entreprise. On est souvent agréablement surpris par la quantité et la qualité de propositions venant de « la base ». Une façon classique de susciter ces propositions a pris la forme des « boîtes à idées ».

Toute la question est donc de fixer le Coût Moyen du Capital cmc à son juste niveau.

Si l'entreprise fixe son Coût du Capital à un niveau élevé, cela implique qu'elle sera plus facilement en perte économique ou tout du moins en moindre Profit Économique sur ces Capitaux Investis déjà existants. Mais cela n'est pas essentiel puisque comme nous l'avons vu un Système de Gestion par la Valeur met surtout l'accent sur la variation du Profit Économique plutôt que sur sa valeur absolue. Il ne faut toutefois pas négliger l'impact psychologique d'une telle situation sur le moral des troupes : les dirigeants et employés de l'entreprise.

Prenons l'exemple d'un professeur : il prend sa classe au 15 septembre, fait une évaluation de niveau, le constate et sait qu'il devra amener ses élèves pour le 15 juin à tel autre niveau pour réussir l'examen de sortie. Selon différentes circonstances (par rapport à un niveau substantiellement semblable, le même professeur réagira de deux manières différentes à deux années différentes ou par rapport à la même classe, deux professeurs différents adopteront deux attitudes différentes), le professeur adoptera l'une ou l'autre des deux attitudes possibles : sévère (tests difficiles tout au long de l'année et notations basses entraînant une heureuse surprise pour les élèves le jour de l'examen car ils seront reçus haut la main) ou douce (tests faciles et notations généreuses et peut-être désillusion le jour de l'examen car les élèves ne seront peut-être pas reçus). La seule chose qui compte c'est la progression durant l'année et le résultat le jour de l'examen final. C'est tout l'honneur du professeur et tout l'intérêt de son métier que de faire ce choix et de gagner. On voit bien la transposition de cette image au cas du PDG d'une entreprise au regard de son degré de liberté dans la fixation du Coût du Capital.

En revanche, pour une décision de nouvel investissement, le niveau du Coût du Capital en valeur absolue est important. Mais comme un investissement se décide sur la base de projections d'activité et des REMIC générés, fixer le niveau du cmc de manière très précise ne sert pas à grand-chose : en effet, tout praticien sait bien qu'il est relativement aisé de « tordre » des projections pour aboutir au résultat souhaité.

Admettons que le Coût du Capital soit fixé à 12 % ; le proposant fait un premier jet de projections et il trouve un rci de 11, 9 % théoriquement son projet va être refusé ; lui en coû-

tera-t-il beaucoup pour « tordre » les projections de telle sorte qu'un nouveau jeu donne 12,1 % et que le projet soit accepté ?

Compte tenu de cette dernière remarque un tant soit peu malicieuse, la règle de gestion à édicter par une entreprise mettant en place un Système de Gestion par la Valeur est en effet très simple : une fois le Coût du Capital fixé, par exemple à 12 %, si on propose un projet qui donne un Rendement des Capitaux Investis de 12,1 %, tous calculs et hypothèses raisonnablement vérifiés et le proposant s'engageant à y parvenir par le jeu des systèmes de rémunération mis en place, le projet doit être mis en œuvre. Mais, si le projet donne un rci de 11,9 %, la personne ne sera même pas autorisée à évoquer son projet car il n'y a pas de discussion possible : le projet ne pourra pas être retenu car il est destructeur de valeur.

(Cf. *Chap. 10 : Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur,* p. 233 et suivantes)

Une telle règle fait enfin disparaître ce qui mine de trop nombreuses entreprises : les arguments de basse politique de couloir de siège social, les « grandes gueules » qui se débrouillent toujours pour faire passer leurs projets même les moins intéressants, les « grands timides » dont les idées même les plus intéressantes sont rarement étudiées et encore moins acceptées.

Cependant ce concept est à manipuler dans des limites raisonnables : à fixer un Coût du Capital trop élevé, on court le risque d'exclure des projets intéressants.

Un entreprise peut se permettre d'adopter cette règle en apparence libertaire, car il s'agit d'une apparence trompeuse. En effet, cette règle est de fait extrêmement rigoureuse pour deux raisons. En premier lieu, il convient de garder présent à l'esprit qu'un Système de Gestion par la Valeur débouche tôt ou tard sur des rémunérations fondées sur la Création de Valeur (comme nous le verrons en détail dans le chapitre consacré au P de Participation de notre acronyme MESOP). En second lieu, le Profit Économique recèle en lui-même un système d'audit stratégique à long terme. Or un tel système fait cruellement défaut à l'immense majorité des entreprises.

Qui ressort un business plan accepté par un Comité Directeur, 2-3-5 ans après son approbation, pour analyser *a posteriori* la réalité des faits et la comparer à ce qui avait été initialement approuvé ? Pourtant cela serait bien utile pour que l'entreprise apprenne de ses succès et surtout de ses échecs. Dans le cadre de la nouvelle culture intrapreneuriale qu'un Système de Gestion par la Valeur cherche à instaurer, ce point est indispensable car il permet de situer les responsabilités là où elles se trouvent et de les rétribuer positivement ou négativement en conséquence.

L'analyse en Flux de Trésorerie Disponible ne s'y prête pas. Dans le FTD, on mélange le REMIC qui est un flux généré par les Capitaux Investis d'hier avec l'investissement de l'année qui générera des flux de REMIC demain. Des différences entre un FTD projeté et un FTD réel peuvent venir d'un moindre REMIC comme simplement des décalages dans le temps de la réalisation des investissements ou de nouveaux investissements non prévus initialement mais rentables néanmoins. Donc une analyse en FTD ne se prête pas à un audit stratégique à long terme de projets pour vérifier que le business plan initialement approuvé par un Comité Directeur est bien tenu. L'analyse en Profit Économique s'y prête mieux car si les Capitaux Investis ont bien été mis en place, ils génèrent nécessairement un certain REMIC et on peut voir si la Charge d'utilisation de ces Capitaux Investis-là et pas d'autres lui est supérieure ou inférieure.

Ici encore, on trouve une application supplémentaire de la règle simple : Profit Économique positif, c'est bien ; Profit Économique négatif, c'est mal.

3.4 bis Un cas particulier : les acquisitions

3.4.bis.1 Principe

Une façon de croître est l'acquisition, c'est-à-dire la croissance externe. Lorsque l'on effectue une acquisition, il faut se demander si la prime d'acquisition que l'entreprise paye est rentabilisée ou pas avec les synergies que l'on entend obtenir de la réalisation de l'acquisition projetée.

3.4.bis.2 Exemple

Hypothèse simplificatrice (hyper simpliste de constance à l'infini de tous les chiffres).

Mère :	**Fille :**
CI = 8 000 €	CI = 4 000 €
cmc = 10 %	cmc = 10 %
REMIC = 1 000 €	REMIC = 500 €
PE = 200 €	PE = 100 €
VM = 10 000 €	VM = 5 000 €
CVE = + 2 000 €	CVE = 1 000 €

Tableau 14 : Hypothèses pour l'analyse d'une acquisition

Les Valeurs de Marché découlent de l'actualisation au Coût du Capital et à l'infini des PE supposés constants (on rappelle que dans ce cas, le coefficient d'actualisation est l'inverse du taux d'actualisation – 10 % – soit ici *10).

L'entreprise Mère lance une OPA sur l'entreprise Fille au prix de 7 000 €, c'est-à-dire en offrant une prime d'acquisition de 2 000 au-delà de la dernière VM de l'entreprise Fille.

Elle justifie ce prix en indiquant qu'elle prévoit des synergies récurrentes de + 150 € par an en termes de REMIC.

Cette acquisition est-elle judicieuse ?

Pour répondre à cette question, il faut vérifier si elle respecte la règle de croissance du Profit Économique. Le Profit Économique de l'entreprise Mère avant la réalisation de cette opération de croissance externe est connu. Il convient donc de mesurer quel est le Profit Économique envisagé après la transaction.

Les nouveaux Capitaux Investis en consolidé seront la somme de ceux de l'entreprise Mère et de ceux de l'entreprise Fille :

CI conso = 8 000 + 7 000 = 15 000 €

Il convient de remarquer que pour l'entreprise Fille, on ne prend ni ses CI comptables ni même la VM antérieure à la transaction mais bien le prix de la transaction proposé par l'entreprise Mère : c'est bien le montant de liquidités que les investisseurs de l'entreprise Mère devront débourser pour que cette dernière puisse dédommager les investisseurs de l'entreprise Fille. C'est le montant *goodwill* ou écart de première consolidation inclus, conformément à ce que nous avons indiqué lors des retraitements pour passer de la comptabilité à l'économie.

Le calcul du PE se fait avec le même cmc puisqu'on mélange du 10 % de l'entreprise Mère avec du 10 % de l'entreprise Fille : elles sont dans le même secteur et possèdent les mêmes caractéristiques de risque.

Le REMIC consolidé du nouveau groupe sera la somme des REMIC de l'entreprise Mère et de l'entreprise Fille plus les synergies nouvellement générées :

REMIC conso. = 1 000 + 500 + 150 = 1 650 €

En conséquence, pour le Profit Économique, on a :

PE conso. = 1 650 – 10 % * 15 000 = 150 €

Le nouveau PE de l'entreprise Mère après la transaction est inférieur de 50 € à celui prévalant avant la transaction.

Donc la transaction n'est pas judicieuse puisqu'elle ne respecte pas la règle stratégique de croissance du PE. Et pourtant cette transaction est bonne industriellement ou commercialement puisqu'elle génère 150 € de synergies annuelles.

Cependant ces synergies sont obtenues à un prix trop élevé.

La Valeur de Marché des synergies est de 1 500 € (150 € actualisés à l'infini à 10 %). Or la prime payée est de 2 000 € : qui achèterait 2.000 quelque chose qui vaut 1 500 ?

On retrouve le même résultat si on raisonne sur les Valeurs de Marché.

VM conso. = 10 000 + 5 000 + 1 500 = 16 500 €

CVE conso. = 16 500 – 15 000 = 1 500 €

Donc on constate une destruction de valeur de 500 € entre la CVE avant et après : elle résulte de l'actualisation des 50 € de PE perdus entre avant et après.

Cette baisse de CVE se traduira par une baisse du cours de l'entreprise Mère durant la période de réalisation de l'OPA sur l'entreprise Fille, substantiellement équivalente aux 500 € de la destruction de valeur calculée ci-dessus.

3.4.bis.3 Les trois cas d'acquisition

La croissance externe n'est donc pas nécessairement créatrice de valeur. Toute OPA (de manière plus générale toute acquisition) s'accompagne d'un prix d'offre présentant une prime substantielle par rapport au dernier cours coté de la société cible. Concomitamment, il arrive assez souvent que le cours du groupe acheteur baisse de manière significative. Analysons, du point de vue de la Création de Valeur, ce paradoxe apparent.

Nous savons déjà qu'à tout instant le cours de l'action d'une entreprise résulte de l'actualisation au Coût du Capital de la chronique de ses Profits Économiques futurs tels qu'ils sont estimés par les investisseurs.

Donc, offrir une prime lors d'une OPA revient pour le groupe acheteur à dire qu'il pense que la chronique des Profits Économiques futurs de la société cible intégrée sera supérieure à la chronique aujourd'hui imputée dans son cours en tant que société indépendante. Cette différence à la hausse proviendra des synergies que le groupe acheteur entend faire jouer avec

la société cible. Le groupe acheteur aura donc à communiquer sur ces synergies escomptées.

L'expérience du marché est malheureusement tout autre : la plupart de ces communications pêchent par un optimisme béat. Le plus souvent les synergies escomptées ne sont pas au rendez-vous. De plus, il existe des coûts de transaction et d'intégration que les dirigeants des Groupes acheteurs ont tendance assez systématiquement à sous-estimer. La croissance d'un Groupe s'accompagne aussi très souvent de déséconomies d'échelle assez importantes : administrations et contrôles qui se superposent, cultures d'entreprise qui se déchirent l'une l'autre, échelons hiérarchiques qui se multiplient ralentissant les processus de décision, etc. Le marché aura donc tendance à ne prendre les estimations des groupes acheteurs en matière de synergies qu'après une certaine décote.

En tout état de cause, les investisseurs comparent la prime offerte à la valeur présente, actualisée au Coût du Capital du nouvel ensemble, de la différence entre leur chronique des Profits Économiques futurs du nouvel ensemble ainsi constitué et la somme des chroniques des deux entités si elles étaient restées indépendantes. Et cette chronique du nouvel ensemble est totalement dépendante du couple acheteur-cible.

Trois cas peuvent se produire :

1/ Si la prime offerte est substantiellement égale à cette valeur présente, l'opération sera neutre pour ce groupe acheteur du point de vue de la Création de Valeur. En effet, toutes les améliorations résultant de la transaction auront été payées aux anciens investisseurs de la société cible. On a ainsi le prix maximum que peut payer ce groupe acheteur.

2/ Si la prime offerte est substantiellement supérieure à cette valeur présente, l'opération détruira de la Valeur pour les investisseurs de ce groupe acheteur. En effet, non seulement toutes les améliorations résultant de la transaction auront été payées aux anciens investisseurs de la société cible mais encore plus. Le cours de ce groupe acheteur baissera à concurrence de cet excédent indûment transféré aux anciens investisseurs de la société cible.

Dans ces deux cas, il y aura bien eu Création de Valeur mais pour les vendeurs !

Bien sûr, il peut s'agir simplement d'une mauvaise appréciation du marché. Mais elle proviendrait très certainement

d'une mauvaise communication du groupe acheteur qui ne lui donne pas tous les éléments dont il a besoin pour déterminer son cours. Il peut s'agir aussi d'un message très fort envoyé par le marché pour indiquer aux dirigeants du groupe acheteur que les synergies escomptées sont totalement irréalistes. Il arrive parfois que la somme des opinions contradictoires d'un vaste marché disposant de puissants moyens d'information et d'analyse constitue une rationalité supérieure à celle des dirigeants du groupe acheteur. Il peut donc être utile pour les dirigeants du groupe acheteur de prendre en considération ce signal et de se retirer d'une opération jugée destructrice de valeur en seconde instance. Par exemple à l'occasion d'une nouvelle surenchère d'un éventuel tiers. En effet il se peut que la transaction crée de la Valeur dans le cas de cet autre couple acheteur-cible, alors qu'elle en détruirait dans le premier cas. Et même si la deuxième transaction avec ce tiers ne crée pas non plus de Valeur, autant laisser ce concurrent détruire de la Valeur ! Il est sage de savoir « jeter l'éponge » à temps. Nous avons déjà évoqué des notions analogues au paragraphe précédent consacré à la communication financière prospective. De ce point de vue le soit-disant échec de Lafarge sur Blue Circle serait plutôt un signe de grande intelligence et de grand respect des règles de Création de Valeur que ce groupe instaure en son sein depuis quelques années.

3/ Si la prime offerte est substantiellement inférieure à la valeur présente décrite ci-dessus, l'opération créera effectivement de la Valeur pour les investisseurs du groupe acheteur. En effet, seulement une partie des améliorations résultant de la transaction aura été payée aux anciens investisseurs de la société cible : juste l'indispensable pour les inciter à vendre. Le solde aura bien été généré par la transaction en faveur des investisseurs du groupe acheteur. Le cours du groupe acheteur montera à concurrence de ce solde de Création de Valeur non transféré aux anciens investisseurs de la société cible.

Or, dans une transaction d'achat-vente, tout vendeur a légitimement tendance à vouloir évaluer les bénéfices que peut retirer un acquéreur éventuel de la chose achetée. De manière naturelle, tout vendeur souhaite alors « faire payer » l'acheteur, au moins partiellement, pour avoir l'opportunité de réaliser ces bénéfices en unissant la chose achetée à son propre patrimoine. Il s'approprie ce faisant une partie de ces bénéfices.

Quel est le bon niveau d'une telle appropriation par le vendeur des bénéfices retirés par l'acheteur ? Autrement dit, quel

est le bon niveau de rétrocession au vendeur par l'acheteur des bénéfices qu'il retirera de la transaction ?

Il n'existe pas de réponse théorique à de telles questions. L'expérience du monde des affaires donne des indications qui sont très dispersées : on a vu des transactions se réaliser avec des primes minimes qui néanmoins représentaient plus que les bénéfices réellement à la portée de l'acheteur ; réciproquement on a vu des transactions se réaliser avec des primes supérieures à 200 % qui néanmoins ne représentaient pas la totalité des bénéfices réellement à la portée de l'acheteur. Il s'agit d'une question de négociation entre les deux parties et donc, comme dans toute négociation, de leur rapport de force à l'époque où se mène la négociation, de leur désir respectif de réaliser la transaction à cet instant précis. Bref, cela fait partie intégrante de l'art du management.

La croissance externe est créatrice de valeur non seulement en proportion des synergies réalisées grâce à la transaction mais aussi et surtout à raison du prix payé pour avoir l'opportunité de les réaliser.

3.4.bis.4 Exemples d'opérations récentes

Nous analysons au regard de ce critère sept opérations importantes intervenues durant l'année 1999 et choisies en raison de la taille significative de la cible par rapport à l'acquéreur :

- Air Liquide/BOC
- BNP/Paribas
- Carrefour/Promodes
- Fimalac/Strafor Facom
- Renault/Nissan
- TotalFina/Elf
- Zodiac/Intertechnique

Notre analyse porte exclusivement sur la CVE ou Création de Valeur Externe de l'acquéreur et plus précisément sur son évolution durant la période de transaction : c'est-à-dire que nous ne nous intéressons pas au Profit Économique, qui constitue la Création de Valeur interne. Nous présentons ces transactions de cette manière alternative par rapport à la manière principale que nous recommandons tout au long de cet ouvrage – à savoir celle en Profit Économique –, pour compléter l'information du lecteur : force est de constater que c'est une analyse qui a aussi cours dans le monde des affaires et dans la presse économique. Elle présente l'avantage de

pouvoir être réalisée assez aisément en tant qu'analyste externe. Elle est toutefois nettement moins puissante que celle en termes de PE mais cette dernière ne peut être réalisée que si on dispose des informations internes nécessaires à ce calcul.

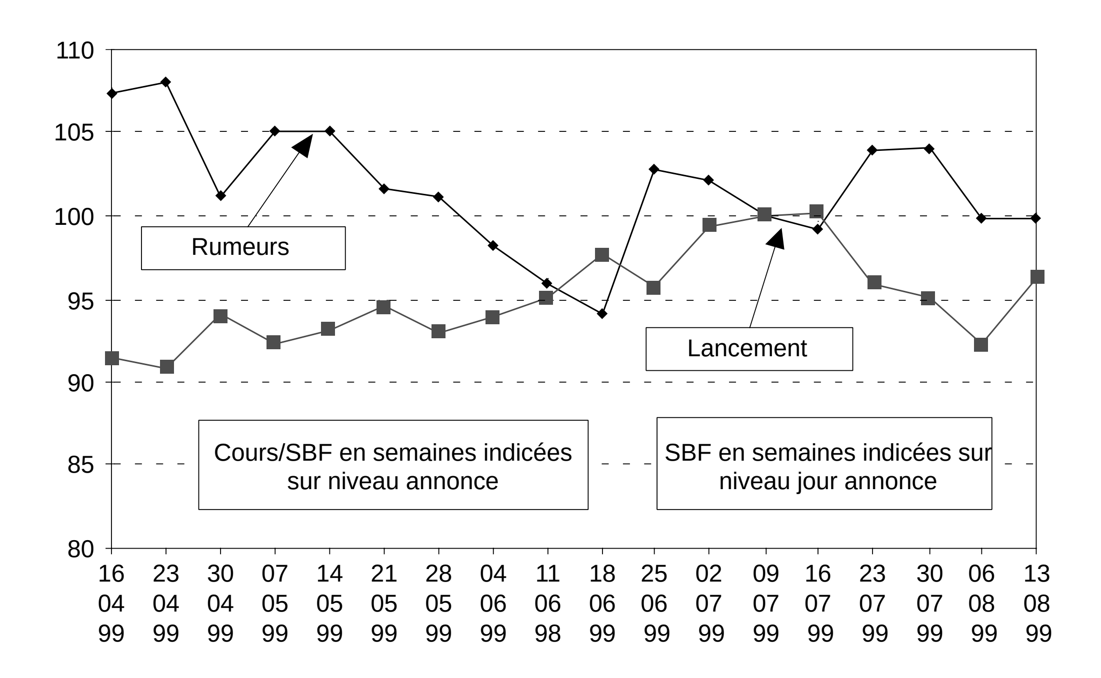
Dans ce cas, le seul paramètre à considérer est l'évolution du cours de Bourse de l'acquéreur. Il convient d'analyser cette dernière, non pas dans l'absolu, mais relativement à un indice de référence pour faire la part des choses dans l'évolution du cours entre ce qui est dû à des paramètres macroéconomiques (taux d'intérêt, de change, d'imposition ou de croissance, prix d'une matière première, par exemple) et ce qui est dû à l'appréciation portée par le marché sur la transaction en cours. Il est usuel dans ce genre d'analyse de limiter l'étude aux quatre semaines préalables à l'annonce officielle de la transaction et aux quatre semaines postérieures à la clôture de la transaction. Il est aussi usuel de prendre l'indice le plus large possible pour réduire autant que faire se peut les phénomènes d'auto-corrélation.

Une relative constance autour de la valeur de référence, prise par construction à 100 à la veille de l'annonce de la transaction, indique une relative indifférence du marché vis-à-vis de la transaction : les synergies réellement escomptées par le marché sont absorbées (au sens de « valeur actuelle nette ») par la prime payée aux vendeurs de la cible. La Création de Valeur s'effectue exclusivement en faveur des vendeurs. Bravo aux sortants qui ont bien fait monter les enchères et ont correctement accompli, en tant que mandataires, le mandat que leur avaient confié leurs investisseurs mandants (la maximisation de leur épargne investie), du moins durant la transaction analysée. Aux acquéreurs à apporter la preuve après la transaction que les synergies qui seront réellement dégagées sont supérieures à celles initialement anticipées par le marché : cela représenterait la seule justification économique de la transaction qui, sans cela, constitue une simple circulation de valeur.

Si on place le seuil de pertinence entre 5 et 10 % de variation par rapport à l'indice, se trouveraient dans cette situation, les transactions Air Liquide, Carrefour, Fimalac, Renault. Notre analyse consiste seulement à « lire » le marché, nous ne portons aucune appréciation. Erreur de jugement du marché, faiblesse de communication de l'acquéreur ? Ce n'est pas à nous de répondre.

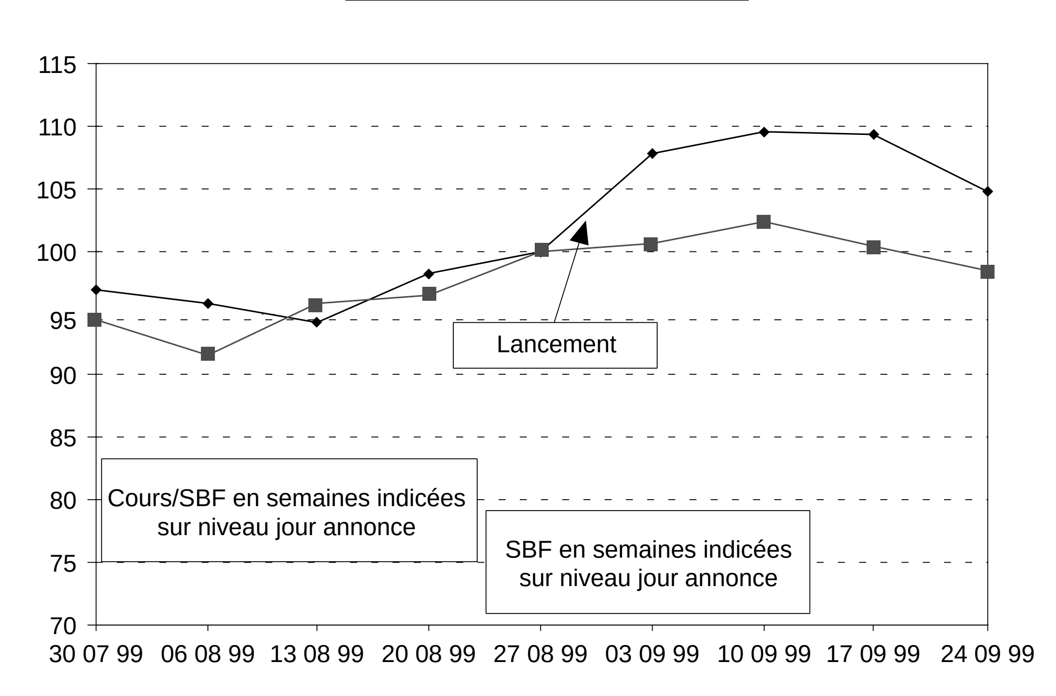
Indice cours Air Liquide/SBF 250





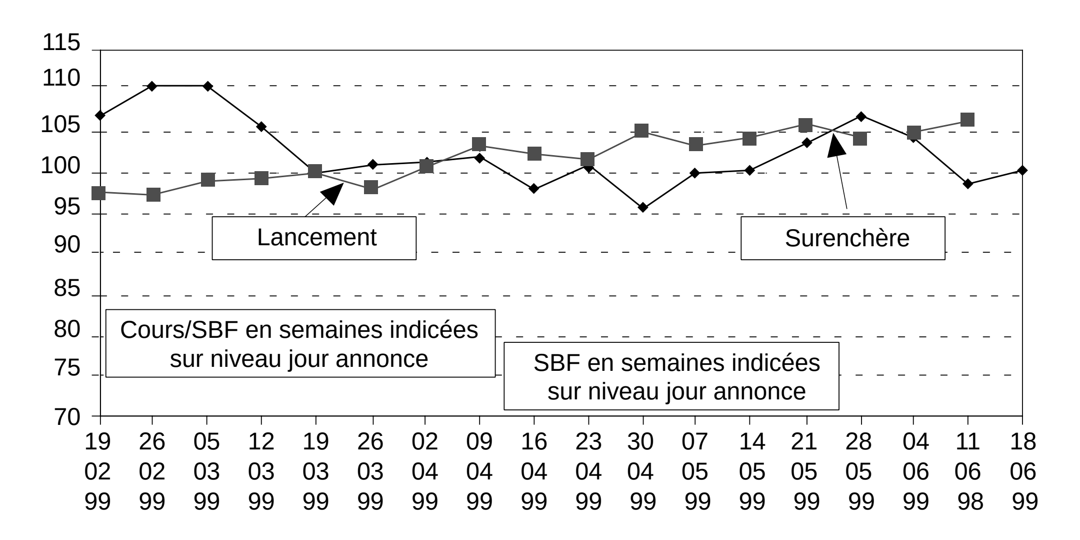
Indice cours Carrefour/SBF 250





Indice cours FIMALAC/SBF 250





Indice cours Renault/SBF 250



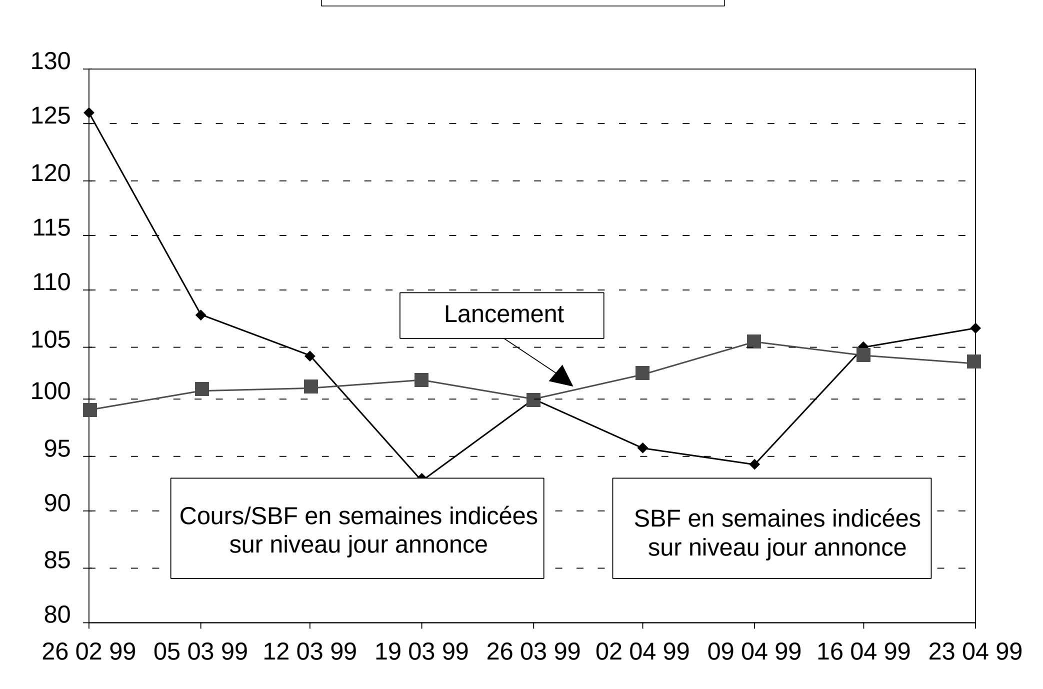


Figure 39 : Graphiques Opérations de croissance externe « neutres » : Air Liquide, Carrefour, Fimalac, Renault

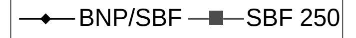
Une baisse significative en dessous de 100 indique que le marché porte un jugement négatif sur la transaction : les synergies réellement escomptées par le marché ne sont pas à la hauteur de la prime payée. Non seulement la Création de Valeur s'effectue ici encore exclusivement en faveur des vendeurs mais cette dernière se réalise aux dépens des investisseurs de l'acquéreur qui subissent une destruction de valeur. Cette destruction de valeur croît avec une éventuelle surenchère.

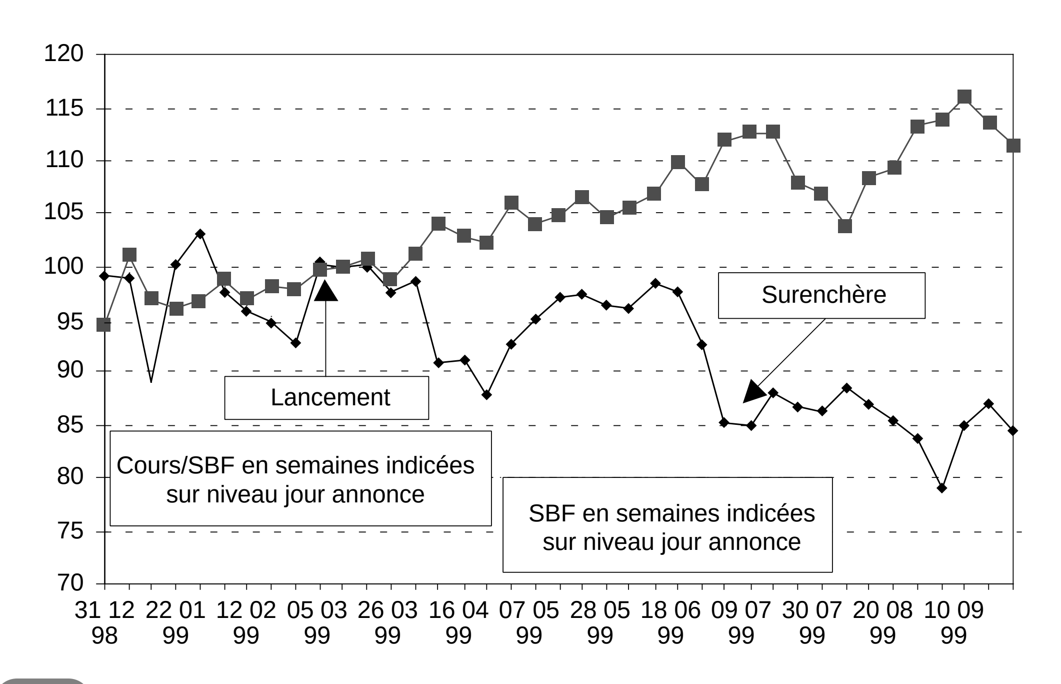
Se trouveraient dans cette situation, les transactions BNP, TotalFina, Zodiac.

Une hausse significative au-dessus de 100 signifie que le marché escompte des synergies supérieures à la prime payée. La Création de Valeur se fait non seulement en faveur des vendeurs mais aussi en faveur des investisseurs de l'acquéreur. Une situation gagant-gagnant. Aucune transaction ne rentrait dans ce cas.

La Création de Valeur est donc beaucoup plus difficile à réaliser qu'à annoncer !

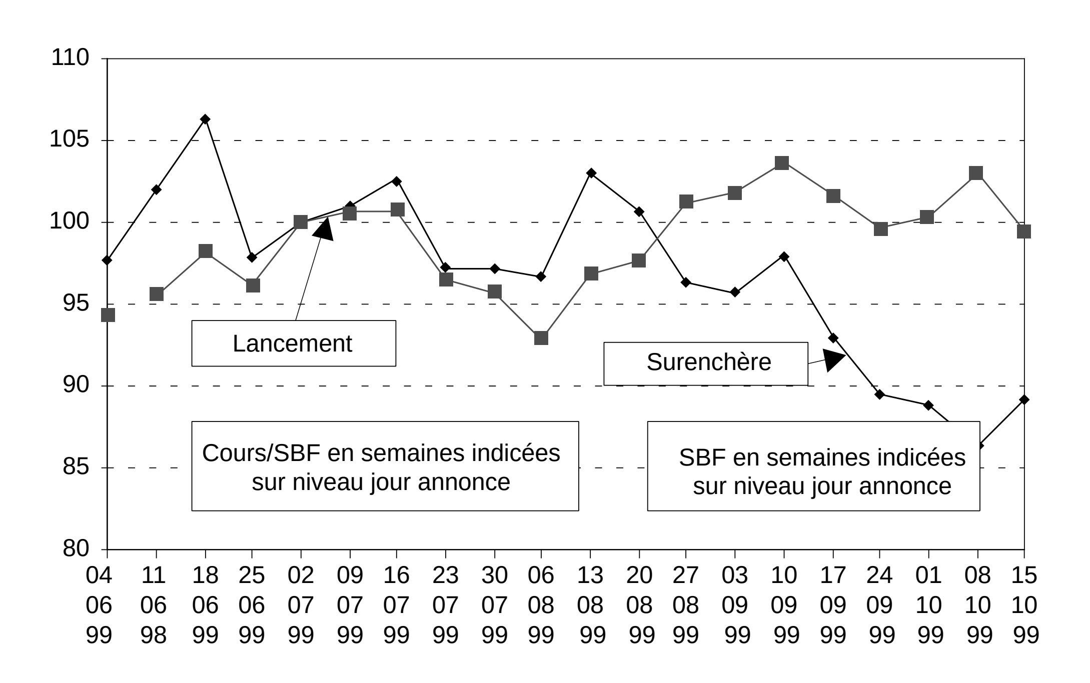
Indice cours BNP/SBF 250





Indice cours TotalFina/SBF 250





Indice cours Zodiac/SBF 250



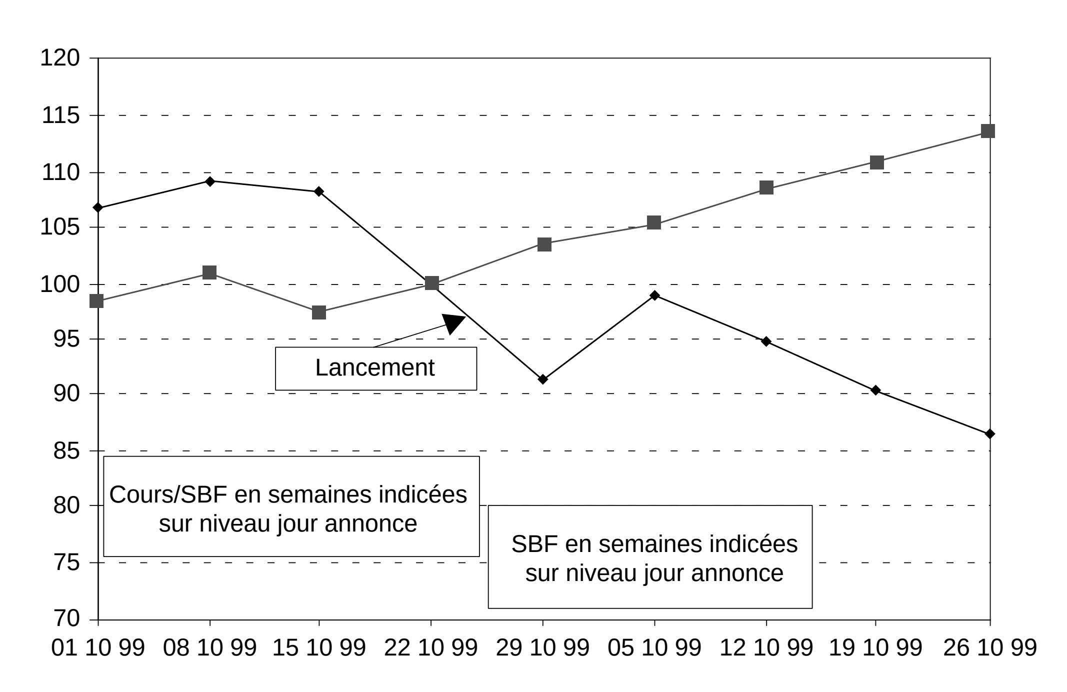


Figure 40 : Graphiques Opérations de croissance externe « négatives » : BNP, TotalFina, Zodiac

3.4 ter Un deuxième cas particulier : les investissements stratégiques

La règle d'un Système de Gestion par la Valeur est : croissance du PE. Or la plupart des investissements passent par une phase de démarrage où il est fort improbable qu'ils dégagent des PE positifs. Tout investissement serait à récuser dans ces conditions. Nous décrirons maintenant une petite astuce technique qui permet de contourner cet obstacle apparent.

Une vision pluriannuelle doit prévaloir. Lorsqu'on parle de rentabilité d'un investissement, il va de soi qu'on pense à une rentabilité « moyenne » sur la durée de vie dudit investissement. On ne fait ici qu'exprimer différemment la règle fondamentale qui sous-tend toute notre démarche : tout investissement dont la Valeur Actuelle Nette des PE projetés (à l'infini, rappelons-le) est positive est créateur de valeur, l'actualisation devant se faire au Coût du Capital.

La démarche de la Création de Valeur ne peut pas être accusée de « court-termisme ». C'est vraiment mal connaître les mécanismes de fonctionnement des marchés financiers que de colporter ce genre d'allégation.

Même en restant dans le raisonnement, ô combien détestable à bien des égards !, du PER, signalons qu'un PER de 20 veut dire, aux paramètres croissance et actualisation près, que la durée de récupération de l'investissement est de 20 ans. Il faut donc que l'entreprise correspondante dégage pendant plus de 20 ans son niveau actuel de résultat pour que l'investisseur commence à avoir un rendement sur son investissement. Dans de telles circonstances, comment peut-on accuser les marchés financiers d'être myopes et de ne rechercher que les profits à court terme en s'obnubilant sur les résultats trimestriels ?

Une vision pluriannuelle admet donc clairement des pertes initiales : c'est ce qu'on appelle un investissement stratégique. Restons dans la logique de la Création de Valeur et de sa règle unique : la croissance du Profit Économique. Lors d'investissements il faut prendre en compte le phénomène de montée en puissance : un investissement n'est pas tout de suite rentable ni en termes comptables et encore moins en termes économiques.

L'astuce technique, le retraitement – écrirons-nous plutôt – évoqué consiste à capitaliser les pertes économiques initiales telles qu'elles ont été budgétées.

Ce faisant, ce retraitement ne fait que traduire de manière technique ce que le langage courant de l'homme d'affaires moyen exprimerait par : « des pertes non ; j'investis pour l'avenir ! ».

On capitalise uniquement le budgété, c'est-à-dire les prévisions qui ont été acceptées lors de l'approbation du projet par le Comité Directeur correspondant. Ainsi, si on fait moins bien dans la réalité que ce qui avait été annoncé dans le budget (et vendu en interne), on s'apercevra vite de cette performance négative, et les conséquences en découleront, notamment en ce qui concerne la rémunération du proposant : ceci est juste puisque la personne concernée n'aura pas tenu ses promesses. Si par contre, cette personne fait mieux que prévu, on capitalise le budget, donc on sera dans le positif et là encore on en tirera les conséquences positives pour le proposant concerné.

Finies les négociations stériles lors de la présentation d'un projet entre le proposant et le Comité Directeur. La négociation se fait dans la tête du proposant. S'il présente des prévisions fortement négatives pour avoir des objectifs plus faciles à surpasser, il court le risque que la VAN du projet ne soit pas positive. À l'inverse, s'il gonfle les projections pour avoir une VAN positive, il se fixe à lui-même des objectifs ambitieux qu'il aura d'autant plus de mal à atteindre, avec toutes les conséquences négatives que cela peut avoir en termes de sa rémunération personnelle.

Ce système induit donc des conséquences très fortes au niveau comportemental de toute personne amenée à être proposant d'un projet.

À travers un mécanisme de ce type on s'assure de la réalité des projections : la responsabilisation des managers sur leur atteinte en est le garant en particulier grâce au lien fait avec les rémunérations des intéressés. Un de nos clients, comprenant bien tout l'intérêt de cette mesure et tout le parti qu'il pouvait en tirer, a alors décidé de changer le nom de la procédure d'approbation d'investissement : anciennement nommée DAI, Demande d'Autorisation d'Investissement, elle a été rebaptisée CRI, Contrat de Réalisation d'Investissement. Le contrat est entre le proposant du projet et sa hiérarchie, agissant en tant qu'investisseur.

Voici un exemple de calculs liés au retraitement dit des investissements stratégiques.

Année	0	1	2	3	4	5	6	7
REMIC		– 60	– 10	35	60	75	90	90
CI avant capi.	400	400	400	400	400	400	400	400
Cmc	10 %							
CCI		40	40	40	40	40	40	40
PE avant capi.		– 100	– 50	– 5	20	35	50	50
VT							500	
VP avant capi.		609,87						
Int. Int.		0,00	– 10,00	– 16,00				
PE à capi.		– 100,00	– 60,00	– 21,00				
PE<0 accum.		– 100,00	– 160,00	– 181,00				
CI après capi.		400	500	560	581	581	581	581
CCI			40	50	56	58,1	58,1	58,1
PE après capi.		– 100,00	– 60,00	– 21,00	1,9	16,9	31,9	31,9
PE retraité		0	0,00	0,00	1,9	16,9	31,9	31,9
VT						319		
VP après capi.		609,87						

Tableau 15 : Retraitement dit des investissements stratégiques

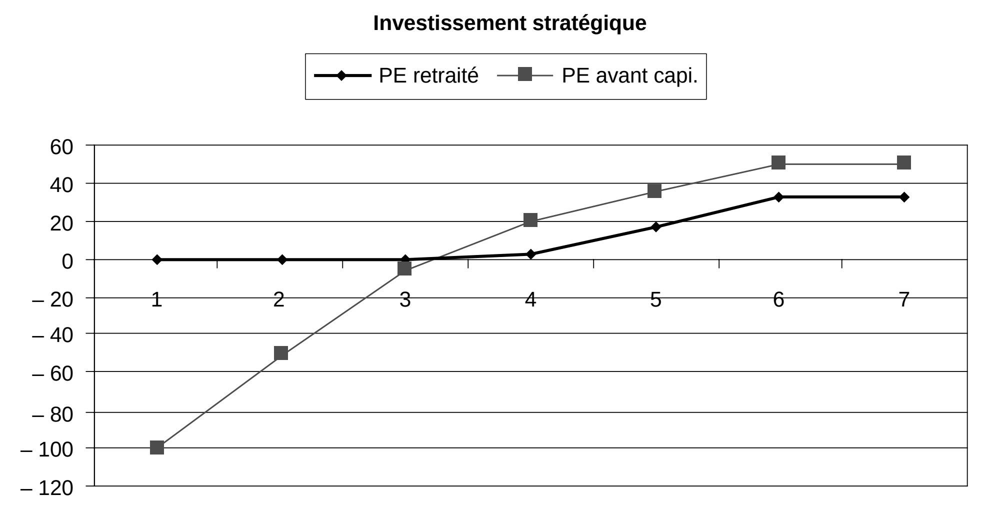


Figure 41 : Graphique Retraitement dit des investissements stratégiques

3.5 Se désengager

La quatrième règle qu'impose un Système de Gestion par la Valeur pour améliorer le Profit Économique est de se désengager d'activités non rentables et dont la rentabilité ne peut pas être améliorée.

Il faut savoir désinvestir des activités dont le Profit Économique est négatif et qui n'ont aucune possibilité d'amélioration. L'entreprise doit désinvestir des activités insuffisamment rentables (réduire les Capitaux Investis dont la rentabilité est inférieure au Coût du Capital). Mais uniquement de celles qui n'ont aucune possibilité d'amélioration de cette rentabilité.

En effet, de manière paradoxale (seulement en apparence), une activité qui réduit sa perte économique est créatrice de valeur. Nous avons déjà vu que même en cas de Profit Économique négatif mais avec possibilité d'amélioration, une activité est créatrice de Valeur. Seules les entreprises (ou partie d'entreprise) en perte économique qui perdurent, et pire qui ont tendance à s'aggraver, doivent donc être cédées.

Considérons une activité avec des Capitaux Investis de 1 000 €, dont le Profit Économique puisse être estimé constant à l'infini à 20 €, et dont le Coût du Capital soit 10 %. Sa Valeur de Marché serait de 800 €, constatant une destruction de valeur externe de 200 € égale à la valeur présente des pertes économiques générées (20/10 %). Cette situation de départ est un fait acquis et les errements passés y ayant conduit ne peuvent plus être corrigés ; en particulier les dirigeants et le personnel actuel ne sont peut-être plus les mêmes. Seule compte l'éventuelle amélioration future. Admettons qu'une modification du processus de production, n'entraînant aucun investissement ni désinvestissement, permette de passer à une perte économique réduite à 5 €. Sa destruction de valeur externe se réduirait à 50 € (5/10 %) et sa Valeur de Marché passerait en conséquence à 950 €. Par rapport à la situation immédiatement antérieure, il y aurait bien une Création de Valeur de 150 €. Cette activité n'a donc aucune raison de faire l'objet d'un désengagement quelconque.

En revanche, si cette activité court le risque de voir sa perte économique se dégrader encore plus et contribuer à une destruction de Valeur supplémentaire, alors effectivement un désengagement s'impose. Et ce, même au prix d'une perte comptable. Même parfois au prix d'un investissement supplémentaire de restructuration, comme des exemples ultérieurs le montreront.

Respecter l'énoncé complet de la règle de la Création de Valeur est essentiel. Cet énoncé dit que la Création de Valeur future provient de l'amélioration du Profit Économique par rapport à son niveau actuel.

Le fait qu'une partie d'une entreprise soit aujourd'hui en perte économique n'est pas important en soi. La destruction de valeur en découlant a déjà eu lieu. L'important est donc de progresser par rapport à la situation présente pour créer de la valeur.

3.5 bis Deux cas particuliers : les cessions/restructurations

3.5 bis.1 Principe

Si tout progrès est impossible par rapport à une situation de perte économique, alors la seule décision rationnelle est d'arrêter l'hémorragie même si cela implique une moins-value comptable. La moins-value économique est déjà imputée dans la Valeur de Marché de cette entreprise et elle n'en sera pas modifiée par l'extériorisation d'une moins-value comptable.

3.5 bis.2 Exemple

	Hypothèses Actif CI = 500 € cmc = 10 % REMIC = 0 € Vente à 200 € soit moins-value comptable = – 300 € (hors IS)	
	Question Doit-on prendre cette décision ?	
Avant PE = 0 – 10 % * 500 = – 50 €		**Après** PE = 0 – 10 % * 300 = – 30 €
	Conclusion Le PE s'accroît. Il y a Création de Valeur. Donc il faut vendre, même à perte comptable.	
Avant VM = 500 – 50/10 % = 0 CVE = 0 – 500 = – 500 €		**Après** VM = 300 – 30/10 % = 0 CVE = 0 – 300 = – 300 €

Tableau 16 : Arbre de décision pour une cession

On note que les Capitaux Investis après la cession ne sont pas nuls mais égaux à 300. Ces 300 résultent de la différence entre d'une part le cash initialement investi dans l'entreprise par ses investisseurs et reflété dans la valeur comptable du bien et d'autre part le cash reconstitué par la cession de l'actif

(C'est ce que nous avons vu au chapitre des retraitements dans la troisième partie de cet ouvrage, p. 109 et suivantes)

en question (et donc potentiellement à la disposition des investisseurs). Cette différence ne peut en aucune manière être rendue aux investisseurs de l'entreprise : ils considèrent donc qu'elle est toujours à disposition de l'entreprise et la comptabilisent donc dans ses Capitaux Investis.

L'amélioration de la CVE que montre cet exemple résulte de la plus-value économique = + 200 réalisée grâce au cash reçu hors IS et n'a rien à voir avec la moins-value comptable extériorisée comme perte exceptionnelle. La moins-value économique était déjà extériorisée dans la CVE fortement négative que l'on pouvait constater sur le marché, ce que la comptabilité ne peut pas faire.

3.5 bis.3. Restructuration

Prenons un exemple d'un cas encore plus grave. Considérons une activité avec CI = 500 €, un Coût du Capital de 10 %, et un Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé de – 20 €.

Le Profit Économique de cette activité est

$$PE = -20 - 10\,\% * 500 = -70\text{ €}.$$

Considérons la fermeture pure et simple de cette activité. Pour ce faire, il faut engager des frais de restructuration de 100 €, soit montrer une perte exceptionnelle de 600 € (comme précédemment, on omet l'impact fiscal pour ne pas compliquer le raisonnement).

Après restructuration, le Profit Économique devient

$$PE = 0 - 10\,\% * 600 = -60\text{ €}$$

(en effet on est obligé de considérer que les Capitaux Investis antérieurs demeurent puisqu'ils n'ont pas été rendus aux investisseurs et de plus on a « investi » 100 € supplémentaires en frais de restructuration).

Soit une amélioration du Profit Économique de + 10 € et donc une Création de Valeur de + 100 € (+10/10 %). Il faut donc bien fermer cette activité et ainsi restructurer l'entreprise.

Dans le langage courant, les investisseurs vous diront : « le jour J, quand vous avez voulu acheter cet actif, vous m'avez demandé 500 € de ma bonne épargne. Ces 500 €, en fermant votre site, vous ne me les avez pas rendus ; donc je considère qu'ils sont toujours chez vous. En plus vous me demandez 100 supplémentaires pour indemniser le personnel, nettoyer le site, etc. Vous nommez cela pertes exceptionnelles, mais c'est mon argent. Donc je considère que vos Capitaux Investis sont de 600 €. ».

Ce qui, en termes de tableau, peut être traduit de la manière suivante :

	Hypothèses Actif CI = 500 € cmc = 10 % REMIC = – 20 € Fermeture plus frais de restructuration = 100 € soit perte exceptionnelle = – 600 € (hors IS)	
	Question Doit-on prendre cette décision ?	
Avant PE = – 20 – 10 % * 500 = – 70 €		**Après** PE = 0 – 10 % * 600 = – 60 €
	Conclusion Le PE s'accroît. Donc il faut restructurer dans ces conditions.	
Avant VM = 500 – 70/10 % = – 200 CVE = – 200 – 500 = – 700 €		**Après** VM = 600 – 60/10 % = 0 CVE = 0 – 600 = – 600 €

Tableau 17 : Arbre de décision pour une restructuration

La situation après est meilleure qu'avant en termes de Profit Économique (et par conséquent en termes de CVE aussi), donc il faut fermer et restructurer.

Notons que le raisonnement en CVE n'est qu'un corollaire du raisonnement en PE, puisque la CVE n'est que la valeur présente des PE. Il n'apporte rien de plus. C'est pour cette raison que nous privilégions le raisonnement en termes de PE et ne montrons les conséquences en termes de CVE qu'occasionnellement.

Cet exemple montre une Création de Valeur de + 100 € (hors IS) alors que non seulement il n'y a pas d'entrée de cash neuf mais encore qu'il existe un investissement de liquidités supplémentaires, et ce en raison seulement de l'arrêt d'un drain de liquidités opérationnelles courantes.

Dans sa recherche de l'optimisation du portefeuille d'activités (par acquisition ou cession), la Création de Valeur est donc bien cohérente avec la démarche stratégique traditionnelle.

3.6 Rendement et gestion de bilan

Le grand apport de la démarche de Création de Valeur est de montrer qu'une amélioration du Profit Économique peut être

obtenue tout autant, voire même plus, par une politique nouvelle axée sur le bilan (meilleure utilisation des immobilisations, diminution du BFR) que par une politique traditionnelle axée sur le compte de résultat (augmentation des ventes et diminution des coûts).

En exprimant tous les constituants du Profit Économique en pourcentage des ventes, il apparaîtra souvent que la charge principale du compte de résultat économique n'est pas la rémunération du Travail mais celle du Capital.

La Création de Valeur rend prioritaire la rationalisation du bilan par rapport à la restructuration du personnel. Encore un enseignement aux antipodes des médisances colportées ici ou là à l'encontre de la Création de Valeur.

(Cf. *Chap. 5 : Profit Économique*, p. 81 et suivantes)

L'importance accordée dans un Système de Gestion par la Valeur au Rendement des Capitaux Investis met l'accent non seulement sur la marge sur chiffre d'affaires que nous avons nommée Productivité Opérationnelle mais aussi sur la rotation du Capital que nous avons nommée Productivité Bilantielle. C'est ce que le graphique des isoquantes retrace.

Si on se réfère audit graphique, le passage du point marqué A à B est dû à l'amélioration traditionnelle du Rendement par la gestion du compte de résultat. Le passage de A à C est dû à l'amélioration plus novatrice par la gestion du bilan et l'amélioration de la Productivité Bilantielle (c'est-à-dire la diminution de l'intensité capitalistique).

Il y a deux moyens d'atteindre un niveau supérieur d'isoquante :

- en améliorant la Productivité Opérationnelle à Productivité Bilantielle constante ou
- en améliorant la Productivité Bilantielle à Productivité Opérationnelle constante.

Ce raisonnement nous apprend donc qu'il y a un degré de liberté supplémentaire pour améliorer le Profit Économique par rapport à la gestion traditionnelle des entreprises qui ne raisonnent pour la plupart d'entre elles qu'en termes de résultat comptable. Ce n'est pas seulement la gestion du compte de résultat qui compte, les dirigeants et employés peuvent aussi jouer sur l'intensité capitalistique.

Gérer le compte d'exploitation consiste à gérer la marge. Pour un même Euro de CA, il faut dégager une amélioration du REMIC de x cents et donc il faut à CA constant diminuer les

charges et mettre en place une stratégie de réduction de coûts. Mais, on pourrait également améliorer l'intensité capitalistique, c'est-à-dire qu'à Capitaux Investis constants on augmenterait les ventes dans le cadre d'une stratégie de croissance (sans investissements supplémentaires) ou bien, à CA constant, avoir moins de Capitaux Investis engagés par une meilleure efficacité du processus opérationnel, notamment au niveau du BFR.

Les Capitaux Investis dans le BFR sont non productifs, contrairement aux Immobilisations qui sont *a priori* productives (plus on en a, plus on peut produire et vendre en générant un Profit Économique plus important après qu'une analyse de marketing stratégique a déterminé que le marché peut effectivement accepter ces quantités supplémentaires). Le BFR n'est pas un investissement productif néanmoins il représente des Capitaux Investis.

En effet, pour améliorer l'intensité capitalistique, on peut agir sur le BFR :

- moins de stocks,
- mieux gérer les fournisseurs,
- amélioration logistique,
- diminuer les créances clients en améliorant le recouvrement,
- …

C'est pour cela que depuis plusieurs années, les entreprises, notamment celles du secteur automobile, se sont lancées dans la course aux flux tendus, zéro stock, supply chain management…

Ce raisonnement a des implications opérationnelles très fortes en termes d'investissement en immobilisations. En effet, il milite pour la structuration en unités de production petites et flexibles, où il y a moins de risques de faible utilisation des capacités de production. Avec un avion ou un hôtel plus petit, on atteint un taux de remplissage plus élevé. Plusieurs usines localisées en de multiples points et insuffisamment occupées, peuvent être concentrées en un seul point avec des équipes en 3 x 8 H et occupées à un taux plus proche de 100 % de leur capacité : en termes de résultat comptable traditionnel, on perd en coûts de logistique et en heures de nuit mais en termes de Profit Économique, on gagne en Charge d'utilisation des Capitaux Investis. Ce type de questions mérite d'être ré-étudiées à la lumière de la Création de Valeur en intégrant bien au raisonnement les éléments de gestion du bilan. Ceci ouvre donc un nouveau champ de

réflexion, au-delà d'un raisonnement reposant uniquement sur le résultat net comptable.

La voie la meilleure pour améliorer le Rendement, donc le PE, et ainsi créer plus de Valeur, varie en fonction du métier, de la concurrence, du pays, de l'époque ou de la stratégie. Autant de points sur lesquels la Direction Financière n'a pas d'influence, mais peut fournir aux décideurs les facteurs clés de succès de l'amélioration du PE… Aux stratèges de choisir, au financier de mesurer !

3.7 Rendement et croissance

Au paragraphe précédent, nous avons fait un plaidoyer pour l'amélioration du Rendement des Capitaux Investis en ouvrant des perspectives nouvelles en termes d'amélioration de la Productivité Bilantielle. En effet, la Création de Valeur passe au moins partiellement par l'amélioration du Rendement des Capitaux Investis.

Cependant l'amélioration du Rendement a des limites vite atteintes. En revanche, la croissance n'a de limite que l'imagination des hommes et leur capacité à la maîtriser puis à apprivoiser les marchés. Le seul moteur durable de Création de Valeur est la croissance.

En effet, force est de constater que le bénéfice est borné par le CA ! Qui n'a jamais rêvé d'un compte de résultat idéal avec 100 € de produits, 0 € de charges et 100 € de bénéfice. Après avoir atteint ce stade de rêve, quelle possibilité supplémentaire d'amélioration du PE ? Aucune. Il faut bien se résoudre à gérer le bilan et le faire croître par des investissements rentables.

(Cf. *Chap. 10 : Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur*, p. 233 et suivantes)

Sortir de la logique du compte de résultat donne, comme nous l'avons vu, plus de liberté. Il faut sortir deux fois de ce raisonnement : une première fois à travers la gestion du bilan et c'est tout l'objet du présent chapitre ; une seconde fois à travers la gestion des rémunérations et nous l'étudierons plus loin.

La recherche de l'amélioration des Rendements sur une activité donnée trouve vite ses limites. Beaucoup ne parlent qu'en termes d'amélioration de la productivité, de gestion des coûts, etc. Après des années de restructuration, peut-être serait-il temps de penser à investir, à développer, à croître… La sortie par le haut est plus motivante que la sortie par le bas…

Rappelons qu'appliquer un Système de Gestion par la Valeur revient, *ipso facto*, à dire à tous ses collaborateurs : « présentez-moi toutes les idées dont la rentabilité est supérieure au Coût du Capital et je les prendrai ».

La Création de Valeur n'est donc pas une conception malthusienne ou « californienne soixante-huitarde » (*small is beautiful*). La Création de Valeur incite bien à la croissance mais pas à une croissance à tout prix : seule la croissance rentable est créatrice de valeur. Le retraitement des investissements stratégiques est là pour faciliter et susciter cette dynamique.

La Création de Valeur est résolument en faveur de la croissance des entreprises. Où on tord le cou à une critique erronée contre la Création de Valeur !

4 Coopérations entre les stratèges et les opérationnels

Comment faire pour générer des investissements rentables et séparer le bon grain et l'ivraie (Mt 13, 24-30) ?

Un projet ne peut être décidé sur la base de critères de taille critique, de part de marché ou toute autre considération aussi peu économique. Ce n'est que si la taille critique ou la part de marché sont des moyens pour aboutir à une VAN du Profit Économique positive, qu'ils ont une quelconque importance.

Il convient de prévoir pour toute la durée de vie du projet, moyennant des projections de bilan et de compte d'exploitation, les Résultats d'Exploitation Minorés de l'Impôt Corrigé (REMIC), les Capitaux Investis (CI) et le Coût du Capital (cmc) (PE = REMIC – cmc*CI).

Comme cette étape est souvent mal vécue par les opérationnels peu à l'aise avec ces techniques mathématico-financières, et dès que l'entreprise atteint une certaine taille, on a recours à un département central souvent appelé « planification et développement » pour étudier un projet et assister les opérationnels dans leur travail de conceptualisation du projet. À cela rien de mal, bien au contraire, sauf si ce département s'approprie les projets au point qu'il en vient à être considéré comme le seul moteur d'idées légitime au sein de l'entreprise et que, dans la suite logique de cette dérive organisationnelle courante, tout projet en vient à être décidé par les fonctionnels et imposé aux opérationnels par la Direction Générale. Outre la démotivation des opérationnels qui ne sont considé-

rés que comme des exécutants, un projet conçu de la sorte perd beaucoup de sa crédibilité.

En effet, si on veut qu'un projet et les projections financières associées soient crédibles, le seul gestionnaire de ce projet durant sa phase de conception et sa phase d'investissement ne peut être que le gestionnaire de sa phase de production.

Le proposant d'un investissement doit en être nécessairement le gérant car il en est responsable (sinon le contrat moral conclu lors de l'approbation de l'investissement ne tient plus). Les notions de responsabilité et de rémunération variable associée correspondante obligent à mêler stratégie et opérations. Ce qui n'est pas le cas dans les grands groupes. Ce système est donc à revoir.

Le département de planification doit être conçu comme un contre-pouvoir interne pour éviter les dérives typiques des ingénieurs (la machine la plus belle et la plus moderne) et surtout comme un réservoir de savoir-faire pour assister le gestionnaire du projet et l'aider à comprendre l'économie du projet : où et comment se créera sa valeur potentielle sous-jacente. Ainsi seulement peut-on être raisonnablement assuré que les Capitaux Investis restent bien dans l'enveloppe budgétée et ne subissent pas l'inflation couramment observée (Immobilisations dans la phase d'investissement et BFR dans la phase de production), que le projet arrive à son stade de production dans les délais impartis et ne subit pas les retards traditionnellement constatés (le temps c'est de l'argent dans un contexte de VAN), que les coûts de production sont ceux qui avaient été prévus et que ne s'y rajoute pas une longue liste d'oublis, que les recettes sont bien au rendez-vous et que le marché n'a pas fondu entre-temps du quart ou de la moitié.

Toute ressemblance avec le cas d'Eurotunnel ou celui du dernier gros investissement de « votre » concurrent, vous lecteur, est pure coïncidence, bien entendu ! Car ce genre de bévue n'arrive qu'aux autres, c'est bien connu !

Cette équipe doit avoir une partie substantielle de sa rémunération liée au succès pour leur entreprise de la bonne performance économique dudit projet. Les investisseurs sollicités pour investir leur épargne dans le financement du projet vont prendre ce risque sur la base des espérances de Rendement supérieur au Coût du Capital que l'entreprise leur aura fait miroiter. Ils se sentiront beaucoup plus à l'aise pour le faire si le représentant de l'entreprise qui leur présente le projet leur dit : « Regardez, je crois à mes projections,

et surtout je me battrai pour qu'elles se réalisent. Je mets en risque une part substantielle de mes revenus futurs, comme vous ! Comme le Profit Économique généré par ce projet sera la base de votre rémunération, ce même Profit Économique sera aussi la base de ma propre rémunération. Nous avons une communauté d'intérêts. ».

Notre expérience de praticien tend à nous indiquer, comme nous avons déjà eu l'occasion de l'écrire, que, trop souvent, aucune revue périodique n'est effectuée pour vérifier que les hypothèses sous-tendant la décision de lancement d'un projet sont avérées et surtout pour vérifier que les résultats attendus du projet sont bien obtenus dans la réalité. Et même si une telle revue était effectuée, quelle en serait l'utilité ? En effet, si l'une ou l'autre des dérives dénoncées ci-dessus est constatée, qui en serait comptable ? Personne ! Les opérationnels ne se sentiront pas concernés par les projections ayant servi de base à la prise de décision : « ces gens du siège, regardez, ils avaient oublié ceci ou cela dans les charges. ». Ou encore « qu'ils y viennent, eux, vendre cette camelote. ». La Direction Générale et/ou les fonctionnels de la planification auront alors beau jeu de crier au « sabotage » : « notre projet était bon sur le papier, c'est vous, à la production ou au commercial, qui l'avez fait dérailler ! ».

Seule l'utilisation du Profit Économique comme critère d'évaluation de la performance du projet et le lien entre ce Profit Économique et la rémunération des gestionnaires du projet peut en fait remédier efficacement à une telle cacophonie. À partir du moment où des capitaux auront été investis, seul un PE positif montrera qu'ils sont correctement rémunérés et que les promesses de départ auront été tenues. La crainte d'une baisse substantielle des revenus des gestionnaires concernés et surtout l'espoir d'une hausse tout aussi substantielle de leurs revenus fera que ce sera bien cette situation qui prévaudra.

Pour les investissements dont la durée de réalisation est très longue, entre le moment où les plans de lancement sont élaborés pour la première fois et l'arrivée en régime de croisière, des positions de repli seront comme par hasard prévues pour faire face à des variations significatives des hypothèses de départ. En particulier, des investissements sous forme de tout ou rien sous prétexte d'économies d'échelle suggérées par des ingénieurs seront rejetés au profit de solutions plus modulaires, laissant des options de choix à diverses étapes des phases d'investissement et de production.

Pour les projets de croissance externe, un prix maximum à ne dépasser sous aucun prétexte sera fixé d'avance et sera tenu dans la réalité. Au-delà de ce prix, toutes les éventuelles synergies générées par la transaction seront consommées par le Coût du Capital appliqué à la prime d'acquisition. La transaction créera bien de la valeur, mais pour les vendeurs. On aura préalablement pris la précaution de négocier avec la banque d'affaires, conseil de l'opération, une rémunération autre que la fameuse formule de Lehman : un banquier d'affaires rémunéré « à la » traditionnelle pourrait être tenté de trouver toutes les bonnes raisons du monde pour justifier n'importe quelle opération et surtout pour justifier le prix d'acquisition le plus cher possible.

5 Coopérations entre le DAF et les stratèges

Le rôle du Directeur du Plan acquiert dans le cadre d'un Système de Gestion par la Valeur une dimension nouvelle puisque non seulement il assure la croissance de l'entreprise mais aussi et surtout il veille au respect de la règle de croissance du Profit Économique. Toute initiative stratégique doit mener à une croissance du PE et réciproquement, toute stratégie menant à une croissance du PE doit être mise en œuvre (dans la limite stricte de l'objet social). Mettre en place la Création de Valeur dans l'entreprise, c'est mettre l'imagination au pouvoir !

Dans la nouvelle culture générée par l'adoption du Profit Économique, le rôle du Directeur du Plan est d'imaginer tous les projets qui peuvent dégager un Rendement supérieur au Coût du Capital.

Le DAF et le Directeur du plan (ou de manière plus générale toutes les fonctions qui ont un impact pluriannuel : plan, stratégie, développement, marketing, recherche & développement, formation, publicité…) doivent être tous deux au service des opérationnels. Ils doivent coopérer et leur fournir les outils de réflexion et d'aide à la décision afin que ces derniers puissent améliorer leurs performances, faire de meilleures analyses (investissements, activité…). Ces deux personnages clés de l'entreprise doivent donc travailler ensemble sur toutes ces règles contribuant à l'amélioration du Profit Économique, sur tous les moteurs de la Création de Valeur : baisse du risque de l'activité, augmentation de la capacité d'endettement, investissements, désinvestissements, gestion bilantielle, organisation du développement…

CHAPITRE 9

Intégrer la Création de Valeur dans les processus opérationnels

Il s'agit maintenant de comprendre comment se crée la valeur au sein de l'entreprise dans ses Opérations quotidiennes. On identifiera donc les Sources de la Valeur et on les reliera au Profit Économique grâce à l'Hydrographie de la Valeur. Cette dernière fournit le Tableau de Bord opérationnel de l'entreprise. Elle permet aussi et surtout d'apporter aux opérationnels de l'entreprise des critères de prise de décision dans leurs actions courantes. C'est par ce processus que les opérationnels s'approprieront la Création de Valeur et qu'elle deviendra le langage commun de l'entreprise. Ainsi toute l'entreprise se trouvera-t-elle fédérée en vue de l'objectif qu'elle s'est fixé. Ici encore, le DAF aura à jouer un rôle de conseil auprès de ses collègues opérationnels, absolument clé dans le processus de mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur.

Par Opérations, nous entendons, rappelons-le, les décisions plus courantes qui sous-tendent des variations faibles de Capitaux Investis (voire des Capitaux Investis constants) et qui constituent le lot quotidien de l'entreprise. Ce sont des raisonnements internes à des Rivières de Valeur, après ouverture des boîtes noires que les raisonnements tenus jusqu'à présent considéraient qu'elles sont. Comment améliorer le débit des Sources de

Valeur ? Comment découvrir de nouvelles Sources de Valeur ? Comment ne pas gaspiller les ressources générées par ces Sources de Valeur ? Pour rester cohérents avec notre image, nous parlerons d'Hydrographie de la Valeur.

Avec les Opérations, on se situe au niveau du dialogue de la Direction d'une Rivière de Valeur « vers le bas » : les dirigeants et employés de cette Rivière de Valeur.

Une fois les grandes orientations stratégiques prises en vertu des enseignements tirés du chapitre précédent, il faut veiller à une gestion quotidienne de la valeur. Dans ce chapitre, nous étudierons la contribution à la Création de Valeur qui revient aux opérationnels de l'entreprise : achats, production, ventes, etc.

1 À Capitaux Investis constants

La manière opérationnelle d'accroître le Profit Économique, consiste à augmenter le REMIC (Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé) à Capitaux Investis constants, c'est-à-dire augmenter les produits et diminuer les charges d'exploitation entraînées par l'utilisation des Capitaux Investis existant déjà, sans investissement ou désinvestissement supplémentaire. La partie de l'entreprise considérée doit fonctionner comme avant, mais mieux qu'avant.

Cela peut sembler simpliste, mais dans la réalité des entreprises quasiment aucune décision n'est prise à Capitaux Investis constants. Un dirigeant va vouloir améliorer la productivité, on va lui rétorquer qu'il faut changer de machines : on n'est plus à Capitaux Investis constants puisqu'il s'agit d'un investissement. De même pour la formation du personnel qui constitue également un investissement : le fait que la comptabilité le passe en charge ne change rien au fait que dans la réalité il s'agit bien d'un investissement (que le retraitement adéquat aura bien pris en considération). De la même manière si une entreprise procède à des licenciements en vue d'améliorer la productivité, il s'agit toujours d'un investissement (même si le terme peut paraître odieux dans ce cas précis), puisqu'il faudra payer des indemnités de licenciement. Il y a donc très peu de décisions qui soient prises à Capitaux Investis vraiment constants.

Traditionnellement, nombreuses sont les personnes qui pour faire mieux ont tendance à exiger plus, toujours plus… En fait, le concept présenté ici leur demande plutôt de repenser entièrement le métier exercé et la manière de l'exercer.

Par exemple, si on donne une tournée à un chauffeur le faisant passer à 9 heures sur telle place de sa ville traditionnellement encombrée à cette heure, il restera coincé dans les bouchons sans trop s'inquiéter et, en rentrant à sa base, il justifiera ainsi ses livraisons peu nombreuses. S'il était entrepreneur indépendant, il ferait tout simplement la tournée en sens inverse : il gagnerait ainsi du temps et pourrait effectuer plus de livraisons, puisqu'il passerait sur ladite place en fin de matinée quand elle est vide.

Dans cet exemple tous les coûts sont identiques (y compris et surtout la Charge d'utilisation des Capitaux Investis), pourtant on génère des revenus supplémentaires.

Il nous a été donné de vivre un autre exemple auprès d'un libraire de quartier. Un beau jour après de nombreuses années de possession de ce fonds de commerce, ce libraire a compris le parti qu'il pouvait tirer de sa localisation devant une bouche de métro. Ses clients passaient devant chez lui deux fois par jour : en se rendant à leur travail tous les matins et en en revenant tous les soirs. Ils les a progressivement « formés » à lui fournir le matin la référence du livre qu'ils voulaient acheter (même incomplète, il se charge de toutes les vérifications). Il a mis au point un système logistique selon lequel il passe sa commande à un grossiste par télécommunication en fin de matinée. Il est livré en début d'après-midi (certes avec un surcoût). Il effectue la vente le soir lors du retour du travail de son client. Au passage, il a certes perdu quelques clients récalcitrants au changement. Il libère ainsi une bonne partie de ses étagères d'un stock soudain devenu inutile. Il a occupé cette place disponible avec des jeux vidéo pour enfants et ainsi considérablement augmenté son chiffre d'affaires (bien au-delà des pertes indiquées plus tôt).

Ici encore, coûts et Capitaux Investis constants, mais Profit Économique en forte hausse en raison d'une augmentation sensible du Chiffre d'Affaires. Changement de métier ou plutôt vision différente du métier exercé.

2 Procédure de construction de l'Hydrographie de la Valeur au sein de l'entreprise

2.1 Ruisseaux et Rivières de Valeur

Dans les entreprises, dès qu'elles atteignent une certaine taille, les anecdotes concrètes telles que celles énoncées au paragraphe précédent sont légion.

Tant et si bien que la somme de petites décisions prises dans l'entreprise à des niveaux hiérarchiques faibles est souvent plus importante que les grandes décisions stratégiques. La sagesse populaire a traduit cela par le fameux : « les petits ruisseaux font les grandes rivières ». C'est une des raisons pour laquelle nous avons choisi cette image et la phraséologie qui l'accompagne.

Si on prend l'exemple d'un comité directeur : il approuve les décisions au-dessus d'un certain montant, le reste étant délégué. À la fin d'une année, on peut faire la somme des investissements passés devant le comité directeur et ainsi savoir combien de Capitaux Investis nouveaux ont été gérés par le comité directeur. Par ailleurs, on peut comparer les bilans n-1 et n et ainsi déduire la variation des Capitaux Investis sur l'année, c'est-à-dire le véritable investissement total : on s'aperçoit qu'il est souvent supérieur au double de ce qui est passé devant le comité directeur. On peut donc en conclure que la somme des Capitaux Investis délégués est supérieure à la somme des investissements approuvés par le comité directeur. La rentabilité ou l'absence de rentabilité de ces « petits » Capitaux Investis peut contrecarrer la rentabilité des grandes décisions.

Il importe donc que les opérationnels soient impliqués dans le processus de Création de Valeur, au plus bas de l'organigramme possible. Pour les impliquer dans le Système de Gestion par la Valeur que l'entreprise souhaite mettre en place en son sein, il faut leur décortiquer les décisions opérationnelles qui sont leur lot quotidien en ces termes. C'est ce que nous appelons remonter aux sources de la Création de Valeur : quels sont les leviers opérationnels concrets sur lesquels ces personnes peuvent jouer pour que leur Rivière de Valeur génère plus de Création de Valeur. Il faut donc identifier les Sources de Valeur et connaître le cheminement qui y mène. Il faut mesurer la contribution à la Création de Valeur de chacune de ces Sources de Valeur ainsi identifiées, c'est-à-dire en quoi telle variation au niveau d'une Source de Valeur va impacter le Profit Économique de la Rivière de Valeur correspondante et surtout de combien. Il faut aussi tenir compte de l'ensemble des interdépendances entre les différentes Sources de Valeur : le pompage en amont tarit l'aval ; deux puits s'alimentant à la même nappe phréatique ont des débits liés ; etc.

2.2 Remonter aux Sources de Valeur

Remonter aux sources de la Création de Valeur consiste à identifier les moyens concrets de créer de la valeur, en carto-

graphiant une Rivière de Valeur, en analysant son Hydrographie de la Valeur, en remontant aux sources de la Création de Valeur et en analysant la manière de mieux exploiter ces Sources de Valeur. Ainsi les opérationnels concernés pourront s'approprier les concepts d'un Système de Gestion par la Valeur. Une telle démarche permet d'analyser, pour chaque décision opérationnelle, ses conséquences multiples et leurs interdépendances, et de calculer la Création de Valeur générée. Réaliser l'Hydrographie de la Valeur permet de piloter l'entreprise.

Il s'agit d'expliquer en termes opérationnels les concepts de la Création de Valeur à des personnes qui n'ont pas de pouvoir sur le Profit Économique complet d'une Rivière de Valeur dans son ensemble, mais uniquement sur des éléments parcellaires (les Sources de Valeur) qui contribuent partiellement à la génération dudit Profit Économique. Il s'agira le plus souvent d'indicateurs physiques, plus parlants que les concepts financiers et stratégiques que nous avons développés jusqu'à présent.

Pour chaque Rivière de Valeur, il y a lieu d'identifier les sources de la Création de Valeur et les traduire en indicateurs suffisamment opérationnels pour que les différents acteurs puissent se les approprier. Les Sources de Valeur sont déterminées non seulement en termes monétaires mais aussi le plus souvent en termes physiques, plus parlants pour les opérationnels concernés. La croissance des ventes est étudiée en termes de : produits, prix, qualité, R & D, marketing mix… La Productivité Opérationnelle est analysée en termes de marge, process industriel, publicité, logistique, externalisation, maintenance, cyclicalité… La Charge d'utilisation des Capitaux Investis, autrement dit la gestion des actifs, est décortiquée en termes de capacité productive, de niveau des stocks, de recours à des escomptes pour paiement anticipé ou au contraire à des pénalités pour paiement différé pour les clients ou les fournisseurs…

On part du Profit Économique de la Rivière de Valeur. Celuici est décomposé dans un premier temps dans ses constituants principaux et de nature essentiellement financière, tel que nous l'avons fait jusqu'ici :

$$PE = REMIC - cmc * CI$$

Dans un deuxième temps, chacun de ces constituants est luimême décomposé en éléments plus fins :

$$REMIC = Revenus - Charges - Impôt\ Corrigé$$

CI = Immobilisations + BFR

Ensuite, chacun de ces termes est encore décomposé de manière plus précise, par exemple :

Revenus = Produit A + Produit B

Charges = Production + Commercialisation

Immobilisations = Bâtiment + Machines

BFR = Stocks + Clients – Fournisseurs

Et ainsi de suite …

Autant les premiers éléments de décomposition sont relativement simples à décrire car ils sont substantiellement les mêmes pour toute entreprise, autant à partir du dernier niveau évoqué ci-dessus il n'y a rien de générique.

Au contraire, à partir de ce niveau, on va entrer dans des détails totalement spécifiques à une entreprise donnée, compte tenu de son secteur, de son pays, de sa taille, de son organisation fonctionnelle et surtout de l'organigramme de son personnel, etc.

On va trouver des indicateurs physiques, tels que nombre de pièces par heure, taux de rebut, temps d'arrêt des machines, nombre de visites en clientèle d'un commercial, nombre de propositions remises, taux d'acceptation des propositions, etc.

On trouvera ci-après un exemple de décomposition possible.

2.3 Réaliser l'Hydrographie de la Valeur

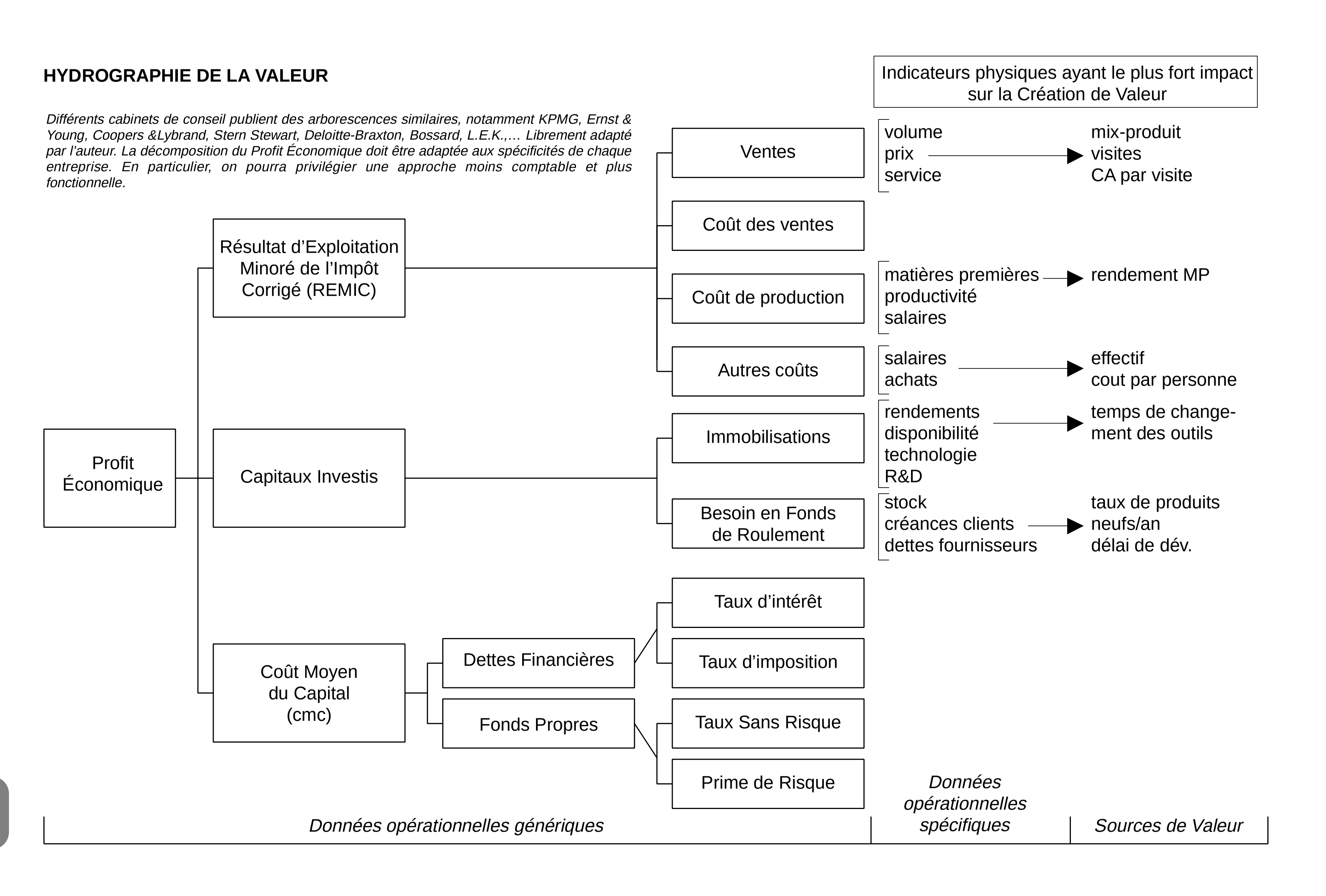
Le Profit Économique, à travers l'Hydrographie de la Valeur, répond à la question « comment se crée la valeur ».

Le principe de l'Hydrographie de la Valeur est la décomposition de la Création de Valeur, c'est-à-dire le Profit Économique, en données physiques à partir des données comptables. Le but est de passer à un langage parlant pour les opérationnels, qui n'ont pas ou peu de connaissances financières, ceci afin de leur permettre d'améliorer leurs résultats à travers des plans d'actions concrets.

Cette méthode de l'Hydrographie de la Valeur s'applique à tout type de Rivière de Valeur, de tout pays, de tout secteur, de toute taille, qu'elle soit issue d'une multinationale ou d'une PME. Ce qui différera dans ces deux derniers cas est la taille du fleuve de départ que constitue l'entreprise consolidée en amont.

HYDROGRAPHIE DE LA VALEUR

Différents cabinets de conseil publient des arborescences similaires, notamment KPMG, Ernst & Young, Coopers &Lybrand, Stern Stewart, Deloitte-Braxton, Bossard, L.E.K.,… Librement adapté par l'auteur. La décomposition du Profit Économique doit être adaptée aux spécificités de chaque entreprise. En particulier, on pourra privilégier une approche moins comptable et plus fonctionnelle.



Dans les autres cas, les Sources de Valeurs seront différentes, le nombre de niveaux de ramification sera plus ou moins élevé. Le concept demeurera identique ainsi que le processus de construction.

Ici, dans ce chapitre opérationnel, on ouvre la boîte noire et on regarde ce qui s'y passe (et non seulement ce qui y entre : les Capitaux Investis, et ce qui en sort : le REMIC). On s'attache à étudier à quoi sont utilisés les Capitaux Investis et comment est généré le REMIC, en regardant les interactions des éléments du compte de résultat, c'est-à-dire le REMIC (Produits – Charges – Impôt Corrigé), avec les éléments du bilan, c'est-à-dire les Capitaux Investis (Immobilisations + BFR).

Prenons l'exemple d'une entreprise de production et vente de boissons gazeuses en grande distribution :

Les ventes se décomposent en nombre de magasins en France, coefficient de pénétration, ventes moyennes par magasins, ceci affiné par produit, référence… Il faut y associer les coûts commerciaux des ventes : le référencement annuel auprès de la centrale d'achat nationale, les visites de référencement auprès de chaque magasin, les visites de réassort…). Ceci permet seulement d'analyser les quantités vendues. Il faudrait donc par ailleurs faire des distinctions par rapport à la décomposition du prix, en quoi celui-ci est dépendant de la négociation annuelle avec la centrale d'achat, d'une plus ou moins bonne utilisation de la marge arrière avec les têtes de gondole…

Le but de cette démarche est d'en déduire une politique commerciale, plus efficace, plus génératrice de Création de Valeur.

En reprenant l'exemple de cette entreprise de boissons : cette entreprise est présente dans seulement 55 % des magasins alors même qu'elle est référencée dans 100 % des centrales d'achat, ce qui tend à prouver que localement le référencement national ne passe pas bien. On voit que tout nouveau magasin rapporte une vente moyenne de tant, on peut alors chercher la corrélation par rapport à la surface du magasin. Si, par ailleurs, on peut calculer le coût nécessaire pour convaincre un nouveau magasin (il faut tant de visites qui rapporteront tant de ventes), on pourra décider s'il est rentable pour l'entreprise de démarcher ce magasin. Ces calculs se traduiront par tant de REMIC en plus et donc tant de Profit Économique en plus.

On peut aussi étudier la quantité moyenne vendue et la lier aux mètres de linéaire alloués par le magasin mais aussi la

corréler à l'ancienneté du référencement en magasin. On pourra ainsi constater par exemple, qu'il y a une sorte de saturation à partir d'une certaine ancienneté ou d'un certain nombre de mètres de linéaire et en déduire qu'il vaut mieux porter ses efforts sur d'autres magasins qui n'ont pas encore atteint ce seuil de saturation.

Ainsi on peut classer les actions commerciales en termes d'impact sur le Profit Économique. On pourra alors choisir les actions en fonction de l'importance de cet impact, à la fois au niveau de la Rivière de Valeur, et surtout au niveau d'un commercial qui pourra ainsi se fixer des priorités (surface, ancienneté, présence…). Ces derniers éléments sont concrets pour une telle personne. C'est son vocabulaire. Si de plus il est clair pour lui qu'une partie intéressante de sa rémunération va être calculée de cette même manière, il est plus que probable qu'il se montrera sensible à la nouvelle démarche de Création de Valeur impulsée par les dirigeants de sa Rivière de Valeur.

Cet exemple est relativement trivial dans la mesure où il repose uniquement sur un des deux constituants du Profit Économique : le REMIC. Cet exemple peut être compliqué avec l'impact sur l'autre constituant : les Capitaux Investis. Il suffit de considérer aussi les comptes clients, et les liens entre ces deux constituants (négociation de marge par enseigne, conditions de règlement…). Ainsi, à potentiel d'amélioration des ventes constantes (en raison des m^2 similaires, des mètres de linéaire accordés, de l'ancienneté, etc.) sur deux magasins *a priori* identiques (l'un de l'enseigne A et l'autre de l'enseigne B et avec la même zone de chalandise), sachant que les ventes de A génèrent une marge x, celles de B une marge y, que les conditions de paiement de A sont à 60 jours, celles de B à 70 jours, le commercial en charge de ces deux magasins saura sur lequel des deux il devra axer ses efforts.

On voit qu'on peut donner un guide de priorité au commercial qui sera plus fécond que simplement d'augmenter ses ventes. Il augmentera ses ventes à l'endroit qui va lui donner le meilleur potentiel d'amélioration de la contribution au Profit Économique dont il est responsable, compte tenu de l'impact global de tous les termes de ces ventes : quantité, prix, nombre de visites, délais de règlement…

Sachant que les ventes seules ne sont pas importantes dans la génération du Profit Économique et qu'il faut tenir compte de la marge rapportée aux Capitaux Investis, cette entreprise de boissons peut apprendre à ses commerciaux à effectuer ces

calculs à partir de son Hydrographie de la Valeur, après en avoir extrait les 3 ou 4 ramifications intéressantes pour eux : ventes, compte clients… En effet, on peut accepter de vendre moins cher avec un paiement beaucoup plus rapide si le gain que l'on fait au niveau des Capitaux Investis compense la perte que l'on fait au niveau du prix de vente.

De même, pour un responsable de fabrication, une entreprise ferait une extraction de son Hydrographie de la Valeur globale, comprenant : les stocks, les achats de matières premières, les immobilisations…

Encore un exemple classique d'interrelations entre des éléments de REMIC et de Capitaux Investis qui sont sous la responsabilité d'une seule et même personne au sein d'une Rivière de Valeur. Un achat ne se juge pas seulement sur le prix mais aussi sur les conditions de paiement qui ont un impact sur les Capitaux Investis via le crédit fournisseur. On peut accepter de payer plus cher un achat si le crédit fournisseur est beaucoup plus long et compense en termes de Charge d'utilisation des Capitaux Investis la perte que l'on fait au niveau du prix d'achat.

L'Hydrographie de la Valeur impose de s'asseoir avec tous les opérationnels d'une Rivière de Valeur pour leur faire dessiner la décomposition pertinente pour eux, par un exercice de maïeutique. Après avoir décomposé le REMIC en produits moins charges, on va s'attaquer aux produits. On réunit les commerciaux et on leur demande d'où viennent leurs ventes. Ils vont répondre qu'elles sont liées aux quantités, aux prix, au nombre de visites, aux ventes moyennes par visite… Ceci va permettre de rentrer dans un processus d'analyse. Qu'est-ce qu'une vente efficace ?

Ce qu'il y a d'intéressant dans la démarche, ce n'est pas de savoir ce qu'est une vente efficace : les entreprises ont déjà fait ce travail en interne (tout comme les pannes moyennes, le temps de réparation sur machine, le nombre de pièces produites à l'heure…). La probabilité pour que l'on débouche sur de nouveaux indicateurs physiques que l'entreprise n'avait pas encore utilisés est relativement faible. En revanche, cette analyse débouchera sur deux choses : l'approfondissement du système de gestion et la quantification du lien entre la Création de Valeur et un indicateur physique donné. Au terme de ce processus de décomposition, on est capable de dire : « entrer dans un nouvel hypermarché va rapporter tant de Profit Économique la première année, tant la deuxième année etc. ». De même baisser le taux de rebut de tant sur

telle matière première, va permettre de passer le Profit Économique de tant à tant…

Un des grands apports de l'Hydrographie de la Valeur, est de bien montrer les interconnexions entre le compte de résultat et le bilan.

Une amélioration du taux de rebut semble pertinente très intuitivement : on doit évidemment se poser la question du prix à payer pour l'obtenir ; en tout état de cause, il s'agit de deux éléments du compte de résultat. Pourtant, de très nombreuses autres questions se posent dans les entreprises, qui ont des impacts multiples tant au niveau du compte de résultat qu'au niveau du bilan.

Diminuer les stocks est une constante des entreprises mais cela peut diminuer les ventes : un jour donné on sera en rupture de stock sur tel modèle, et le client préférera aller s'approvisionner chez un concurrent plutôt qu'attendre qu'on ait produit ledit modèle. On ne peut donc décréter que l'on va diminuer les stocks que si on est prêt à en payer le prix en termes de ventes diminuées et/ou si on change fondamentalement les processus de prise de commande, de production et de livraison.

Ces interrelations entre le bilan et le compte de résultat se traduisent sur le terrain en termes de communication, de relations entre des personnes qui n'avaient peut-être pas l'habitude de se parler parce qu'elles sont chacune responsable de différentes Sources de Valeur. Tous les constituants d'une interrelation ne sont pas toujours sous la responsabilité d'une seule et même personne au sein d'une Rivière de Valeur. Dans notre exemple ci-dessus, le responsable d'atelier ne peut décider tout seul de baisser les stocks, il devra mettre au point une optimisation conjointe avec ses homologues des ventes et de la logistique, par exemple. L'Hydrographie de la Valeur permet donc de bien mettre en lumière les interrelations au sein de l'équipe humaine formant l'entreprise et force le dialogue entre toutes ces personnes dans un cadre de discussion précis (la Création de Valeur) par la formalisation d'un processus de coopération (améliorer le Profit Économique).

Cette « Hydrographie de la Valeur » :

- explicite simplement le processus de Création de Valeur,
- permet d'assurer la cohérence des décisions pour qu'elles tendent toutes vers la Création de Valeur,
- aide les opérationnels à « oublier » la théorie financière sous-jacente et à se focaliser sur leurs décisions opérationnelles en se référant aux indicateurs retenus.

Ainsi un Système de Gestion par la Valeur, démarche entrepreneuriale fondée sur la Création de Valeur, permet-il de donner un contenu opérationnel aux différents outils et processus de gestion. Ainsi il intéressera les opérationnels au sein des Rivières de Valeur, parce qu'il leur parlera de choses concrètes pour eux et faisant partie de leur environnement quotidien.

La Création de Valeur peut et doit être très concrète : c'est une mentalité de terrain qui peut et doit inspirer les actions quotidiennes et opérationnelles de tous les dirigeants et employés au sein d'une Rivière de Valeur. À travers l'Hydrographie de la Valeur, un Système de Gestion par la Valeur intègre des notions opérationnelles : la qualité, le service, le nombre de points de vente, les visites, les passages en caisse, les taux de rebut, le nombre de jours de chiffre d'affaires en stocks ou en créance client ou en dette fournisseur, etc., qui sont les éléments constitutifs à la fois du REMIC et des Capitaux Investis. Outil très didactique, l'Hydrographie de la Valeur apprendra aux opérationnels à mieux exploiter ces Sources de Valeur dont ils ont la responsabilité afin d'augmenter leur Création de Valeur. Pour ce faire, elle mettra à la disposition des opérationnels des Rivières de Valeur des outils concrets de gestion et de prise de décision.

2.4 Tableau de bord, *reporting* opérationnel, *balanced scorecard*

Les différents éléments constitutifs de cette Hydrographie de la Valeur deviennent alors le tableau de bord de l'entreprise.

Ici encore, il convient de rappeler que la finalité de Création de Valeur est unique pour l'entreprise : en revanche, les moyens pour l'accomplir sont multiples. Ils sont tous englobés dans les différentes interdépendances mises en lumière par la construction de l'Hydrographie de Valeur.

Cette approche est aux antipodes de l'approche du *Balanced Scorecard* qui indique qu'une entreprise se doit de suivre avec la même attention quantités d'indicateurs tant quantitatifs que qualitatifs. Nous affirmons la nécessité de suivre divers indicateurs opérationnels et toute notre démarche de l'Hydrographie de la Valeur est là pour le prouver. En ce sens nous rejoignons l'approche du *Balanced Scorecard*. Toutefois, ces indicateurs ne sont conçus que comme des facteurs explicatifs d'un indicateur suprême : le Profit Économique, que comme des moyens d'atteindre la finalité unique de l'entreprise : la Création de Valeur.

En ce sens, on peut concevoir l'Hydrographie de la Valeur comme une feuille de calcul de tableur informatique. Le Profit Économique se situe dans la première cellule en haut à gauche A1. De proche en proche, de cellule en cellule, de formule en formule, cette cellule A1 est reliée aux cellules exprimant les Sources de Valeur qui sont étalées de haut en bas dans une colonne vers la droite de la feuille de calcul, plus ou moins lointaine selon le nombre de niveaux de décomposition effectués. Au terme de ce processus en changeant la donnée correspondant à une Source de Valeur dans le tableur de l'Hydrographie de la Valeur, on s'aperçoit que le Profit Économique est tout de suite impacté et la différence est immédiatement mesurée.

On peut tirer de la feuille de calcul complète, constituant l'Hydrographie de la Valeur de la Rivière de Valeur dans son ensemble, des extraits, toujours sous forme de feuille de calcul, représentant les trois ou quatre ramifications intéressant telle ou telle personne ou fonction et intégrant les Sources de Valeur liées sur lesquelles cette personne ou fonction a un impact direct ou indirect. Nous en donnerons quelques exemples plus loin dans ce chapitre.

Le *reporting* se fait sur la base de l'Hydrographie de la Valeur. Cette dernière comporte nécessairement tous les éléments suivis en Contrôle de Gestion. Réciproquement, le Contrôle de Gestion ne peut suivre logiquement que des éléments inclus dans l'Hydrographie de la Valeur.

Si un indicateur est important, il est nécessairement inclus dans l'Hydrographie de la Valeur et il est suivi en Contrôle de Gestion ; si un indicateur n'est pas inclus dans l'Hydrographie de la Valeur, il ne mérite pas d'être suivi en Contrôle de Gestion et il doit en être exclus.

Finies les sempiternelles complaintes des opérationnels contre les financiers : « je perds du temps à remplir ces tableaux du siège qui ne me servent à rien ; j'ai mes outils de suivi à moi par ailleurs ».

Le contrôleur de gestion devient ainsi l'ami des opérationnels, car il les aide à mieux comprendre les Sources de Valeur qu'ils ont à leur disposition et à en améliorer leur exploitation. Il n'est plus perçu comme l'inspecteur, le surveillant…

(Cf. *Chap. 7 : Implications opérationnelles de la Création de Valeur pour le DAF*, p. 145 et suivantes)

L'Hydrographie de la Valeur constitue le reporting opérationnel utile aux opérationnels d'une Rivière de Valeur. Il est le prolongement du reporting financier de consolidation fait pour les besoins de la Direction Générale d'une Rivière de Valeur.

Il n'en est pas distinct, il en est l'explication physique, dirons-nous. Ces deux types de reporting existent déjà dans les entreprises mais le lien entre eux n'est pas systématisé ou est trop ténu. À travers ce travail de l'Hydrographie de la Valeur, on arrive à connecter deux mondes : le monde opérationnel et intérieur à une Rivière de Valeur où les personnes raisonnent en termes physiques ou microéconomiques et le monde de la direction générale et extérieur à une Rivière de Valeur où l'on regarde les résultats en termes financiers ou macroéconomiques.

Où on retrouve une nouvelle fois notre image de l'entreprise – sablier.

3 Exemples d'utilisation de l'Hydrographie de la Valeur

Nous traiterons successivement six exemples :

- Ventes
- Production
- Achats
- Sous-traitance
- Personnel
- Série longue vs. courte

Ces exemples sont volontairement simples : d'aucuns diront même caricaturalement simplistes. Nous faisons confiance à l'intelligence de nos lecteurs pour qu'ils les adaptent à leur situation particulière, nécessairement plus complexe.

Ils sont tous fondés sur une hypothèse implicite : la constance à l'infini de la situation décrite ou des gains calculés.

Ils peuvent néanmoins servir de didacticiels pour des formations préliminaires en particulier vis-à-vis de populations non financières. En effet, ils n'ont pas d'autre objet que d'accoutumer le lecteur à l'arithmétique des calculs de PE.

Ils sont représentatifs du genre d'extraction spécifique à partir d'une Hydrographie de la Valeur complète qu'un DAF peut souhaiter réaliser pour illustrer à ses collègues opérationnels telle ou telle question qui se pose dans l'entreprise. L'équivalent, bien adapté aux particularités de l'entreprise avec ses données singulières, servira d'outil d'aide à la décision pour les personnes concernées en charge des Sources de Valeur correspondantes.

3.1 Exemple de ventes

(Cf. *Chap. 3 : Notions fondamentales*, p. 43 et suivantes)

L'entreprise ABC, dont nous avons donné le Bilan et Compte de Résultat plus haut dans le présent ouvrage, considère XYZ comme son meilleur client. Voici ses ventes à XYZ.

- Chiffre d'Affaires : 1 000 € (soit plus de 8 % du CA total, soit véritablement un client important)
- Marge : 50 % (alors que la moyenne de l'entreprise est à 42 %, soit un client sur lequel ABC marge bien)
- Autres frais directs : 250 € (alors que la moyenne est à 26 %, soit encore un client plutôt sympathique)
- CI : 1 300 € (dotation annuelle aux amortissements : 65 €) y compris BFR ; il s'agit d'un client particulier pour lequel on arrive à identifier non seulement le BFR spécifique mais aussi des Immobilisations.
- Autres données identiques (tis = 30 %, cmc = 10 %)

XYZ est-il vraiment un bon client ?

Pour répondre à cette question, il convient de calculer le PE associé à XYZ.

Calculons d'abord le REMIC de ce client XYZ.

Marge commerciale	500 €	(50 % de 1 000 €)
Autres frais directs	250 €	
Amortissements	65 €	
Résultat d'Exploitation	185 €	
Impôt corrigé (@ 30 %)	56 €	
REMIC	129 €	

Calculons maintenant la Charge d'utilisation des Capitaux Investis.

CI	1 300 €
cmc	10 %
CCI	130 €

Nous pouvons calculer maintenant le PE associé à XYZ

PE	– 1 €

XYZ n'est donc pas un bon client ! Il contribue à faire détruire de la valeur à l'entreprise ABC.

Faut-il pour autant cesser toute relation avec ce client ? Bien entendu que non ! L'entreprise ABC sait maintenant qu'elle a un problème avec ce client qui n'est pas si bon qu'il apparaît, analysé en termes de Création de Valeur. Elle doit gérer cette situation.

Plusieurs pistes s'offrent certainement au commercial en charge de ce client XYZ : mieux négocier les termes de paiement, simplement s'assurer que les termes négociés sont bien respectés dans la pratique et qu'ils ne souffrent pas d'une dérive défavorable, vérifier le circuit de commande et de logistique pour réduire les stocks, etc.

3.2 Exemple de production

Le produit L à bonne marge « tourne » peu.

En voici les principales caractéristiques :

- Ventes 1 000 € soit plus de 8 % du CA total de ABC
- REMIC 90 € alors que la moyenne de ABC se situe à 8,33 %
- Stocks 300 €, soit 110j, alors que la moyenne de ABC est à 60 j

Réduire le stock à la moyenne, ferait baisser les ventes de ce produit L de 15 % pour les situer à 850 €.

Doit-on le faire ?

Ici encore, il convient de calculer le PE associé à ce produit L.

Calculons d'abord le REMIC.

Perte de ventes	– 150 €	
Perte de REMIC	– 14 €	(9 % de 150)

Calculons ensuite la Charge d'utilisation des Capitaux Investis.

Nouveau stock	140 €	(60 j de 850)
Baisse de stock	– 160 €	(300 avant-140 nouveau)
cmc	10 %	
Baisse de CCI	– 16 €	

Nous pouvons maintenant calculer le PE associé à la baisse de stock du produit L.

Variation de PE	+ 2 €

Il faut ralentir la production du produit L, accepter de perdre ces ventes en contrepartie du gain sur les stocks !

Évidemment, cette perte de ventes du produit L ne saurait être subie comme une fatalité inéluctable. C'est un risque que l'entreprise ABC est prête à courir pour obtenir un gain par ailleurs. Maintenant qu'elle a clairement identifié et quantifié ce risque, elle a tout loisir pour mettre en place toute mesure de sauvegarde pour subir dans les faits une baisse de ventes sur

son produit L bien inférieure : communication vis-à-vis de ses clients, circuit de commande, organisation de la production, etc.

3.3 Exemple d'achats

Un des fournisseurs habituels de l'entreprise ABC lui facture à 30 j. Ce fournisseur accepterait d'être payé à 60 j moyennant un sur-prix de 1 %.

Est-ce une bonne affaire ?

Nous allons comme d'habitude calculer le PE de cette opération mais pour changer nous allons raisonner en % du CA.

D'abord le REMIC.

Détérioration de marge commerciale	– 1,0 %
Impact IS	+ 0,3 %
Impact REMIC	– 0,7 %

Ensuite la Charge d'utilisation des Capitaux Investis.

Amélioration des Capitaux Investis	– 8,2 %	(un mois de crédit fournisseur)
cmc	10 %	
Amélioration CCI	– 0,8 %	

D'où on en déduit le PE.

Variation PE	+ 0,1 %

Il faut accepter le surcoût !

C'est le cas typique d'une situation où la décision prise en termes de résultat comptable traditionnel et la décision prise en termes de Profit Économique sont contradictoires.

3.4 Exemple de sous-traitance

ABC décide d'externaliser une de ses opérations en faisant un RES sur une de ses Rivières de Valeur qui travaillait jusqu'alors exclusivement en interne.

Ce faisant, elle ne réalise ni plus ni moins-value sur la cession de l'actif en question, 1 000 €. Les coûts internes de 500 € sont remplacés par des coûts externes de 600 € payables à 90 j.

Faut-il sous-traiter à ces conditions ?

Calculons le PE associé à cette opération.

Commençons par le REMIC.

Augmentation des coûts	+ 100 €	
Impact IS	– 30 €	
Diminution REMIC	– 70 €	

Continuons avec la Charge d'utilisation des Capitaux Investis

Diminution IM	– 1 000 €	
Diminution BFR	– 148 €	(trois mois de crédit fournisseur)
Diminution CI	– 1 148 €	
cmc	10 %	
Diminution CCI	– 115 €	

Nous pouvons en déduire le PE associé.

Variation PE	+ 45 €

Cette externalisation par RES est créatrice de valeur ! Et ce en dépit du surcoût au niveau du compte de résultat traditionnel.

3.5 Exemple de personnel

L'entreprise ABC envisage d'embaucher un trésorier qui pourrait lui faire gagner trois jours de CA sur sa trésorerie d'exploitation (qu'elle inclut dans ses Capitaux Investis).

Son salaire brut serait 8 € (S.S. employeur 40 %).

Quelle décision faut-il prendre ?

Calculons comme d'habitude le PE de cette opération en commençant par le REMIC correspondant.

Augmentation salaire brut	+ 8,0 €	
Augmentation charges S.S.	+ 3,2 €	(40 % du salaire brut)
Diminution IS	– 3,4 €	(30 % du salaire chargé soit 11,2 €)
Diminution REMIC	– 7,8 €	

Continuons avec le calcul de la Charge d'utilisation des Capitaux Investis.

Diminution CI	– 98,6 €	(3 jours sur le CA total : 12 000 €)
cmc	10 %	
Diminution CCI	– 9,9 €	

D'où pour le PE.

Variation PE + 2,1 €

Cette embauche est possible !

De plus, on a un objectif précis à fixer au nouvel embauché pour qu'il paye son salaire, comme on dirait familièrement.

3.6 Série longue vs. série courte

Une autre entreprise XYZ doit alterner sur le même outil de production en séries successives la fabrication de deux produits. Il existe des coûts associés au passage d'un produit à l'autre : arrêt des machines, calibrage pour la nouvelle production, temps de changement, etc. Une série longue diminue le nombre de changements et apparaît bénéfique en termes de compte de résultat comptable mais lui sont associés des stocks de matières premières et de produits finis plus importants. Une série courte produit les effets inverses : changements plus nombreux mais stocks plus faibles.

Un calcul simple permet d'évaluer l'impact d'une telle décision en termes de Profit Économique.

SÉRIE LONGUE										
Période	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
stock déb.	0	20	40	60	80	100	80	60	40	20
Prod.	40	40	40	40	40	0	0	0	0	0
Ventes	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
stock fin	20	40	60	80	100	80	60	40	20	0
Marge		Changement		REMIC		Stock moyen		cmc		PE
100		1		99		50,00		15,00 %		91,5
SÉRIE COURTE										
Période	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
stock déb.	0	20	0	20	0	20	0	20	0	20
Prod.	40	0	40	0	40	0	40	0	40	0
Ventes	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
stock fin	20	0	20	0	20	0	20	0	20	0
Marge		Changement		REMIC		Stock moyen		cmc		PE
100		5		95		10,00		15,00 %		93,5

Dans cet exemple, les hypothèses spécifiques à l'entreprise XYZ débouchent sur un résultat favorable à la série courte.

Le fait d'avoir à changer plus souvent de production incitera accessoirement les opérationnels concernés à être plus efficaces lors de ces changements. Le coût d'un changement aura tendance à baisser. L'alternative de la série courte n'en deviendra que plus intéressante au fil du temps.

4 Outils, suivi et conséquences

4.1 *Benchmarking* opérationnel et fixation d'objectifs sur les Sources de Valeur

Pour rendre la démarche de l'Hydrographie de la Valeur plus efficace, on pourra utilement effectuer une analyse de *benchmarking* soit en interne entre plusieurs Rivières de Valeur semblables soit en externe vis-à-vis d'autres entreprises similaires. Ainsi on verra à quel endroit de cette Hydrographie de Valeur, l'entreprise considérée peut s'améliorer. L'analyse de *benchmarking* stratégique précédemment effectuée peut être répétée ici de manière plus fine, très opérationnelle, au niveau des Sources de Valeur.

Voici un tel exemple de *benchmarking*. Dans certaines entreprises de transport, il existe deux catégories de chauffeurs : les salariés qui roulent avec un camion propriété de l'entreprise et les chauffeurs entrepreneurs propriétaires de leur camion et qui agissent dans le cadre d'une relation de sous-traitance privilégiée. On constate alors des différences de performances frappantes sur des critères très opérationnels, tels que la consommation de gas-oil au 100 km, le taux d'accident, le nombre de jours d'arrêts du camion par panne ou accident, etc. Sur tous ces critères, les propriétaires sont nettement meilleurs que les salariés. Ce sont ces indicateurs qui dans une telle entreprise seront mis en exergue comme Sources de Valeur. Le *benchmarking* aura pour objectif de faire tendre la population de chauffeurs salariés vers le même niveau de performance que les chauffeurs propriétaires, et le volet rémunération d'un Système de Gestion par la Valeur y contribuera en leur faisant toucher les fruits des améliorations de performance ainsi générées.

Le processus de prévision, des plans stratégiques aux budgets annuels en passant par les systèmes d'objectifs et de rémunération des dirigeants et des employés, doit prendre en compte cette analyse opérationnelle de l'entreprise qu'est l'Hydrographie de la Valeur.

Les objectifs d'amélioration du Profit Économique dérivés de l'analyse stratégique évoquée au chapitre précédent doivent être traduits en plans d'actions opérationnels sur les Sources de Valeur et chiffrés pour chacune d'entre elles : réduire les stocks de tant, améliorer le taux de conversion des prospects en clients de tant, diminuer le taux de rebut de tant, etc.

4.2 Autres outils

La démarche de Création de Valeur peut intégrer d'autres outils de gestion tels que : *ABM (Activity Based Management)*, *TQM (Total Quality Management)*, gestion des compétences… à différents stades de sa mise en place :

- dans la phase préalable de découpage de l'entreprise en Rivières de Valeur,
- lors de l'identification des Sources de Valeur,
- pour développer dans l'entreprise une vision plus orientée vers la gestion opérationnelle et les métiers que vers la gestion financière.

Ces outils, qui ont déjà fait la preuve de leur efficacité en dehors de toute démarche de Création de Valeur, permettent, dans le cadre d'un Système de Gestion par la Valeur, de donner un sens concret à des mesures qui apparaîtraient au mieux comme abstraites au pire comme financières.

Il conviendra toutefois de ne pas oublier, ici non plus, le fait que tous ces outils ne sont que des moyens pour arriver à « la fin » : la Création de Valeur. Ces différentes étapes portent en elles une partie du processus d'amélioration. La Création de Valeur répond à la question « où veut-on aller ? » (« méta niveau ») tandis que ces autres outils de gestion indiquent « comment y aller ».

Par exemple, améliorer la qualité certes, mais à quel prix et pour quelle amélioration des ventes : un optimum doit être trouvé qui correspond à la maximisation du Profit Économique. Il ne faut pas que l'amélioration de la qualité se transforme en victoire à la Pyrrhus, du point de vue économique.

4.3 Communication de terrain

Grâce à l'aspect très opérationnel de la démarche de construction de l'Hydrographie de la Valeur, la communication sur le thème de la Création de Valeur à l'intérieur de l'entreprise s'en trouve facilitée et peut être étendue à des couches hiérarchiques qui ont une faible culture financière. L'adhésion de celles-ci à l'objectif de l'entreprise s'en trouve améliorée.

Cette caractéristique peut être descendue aussi bas que la Direction Générale le souhaite dans l'organisation de l'entreprise. Le rôle des opérationnels dans le processus de Création de Valeur s'en trouve renforcé et montré en exemple, comme il se doit.

Comme lors de tout lancement d'un projet d'entreprise, tout particulièrement lors de la conduite d'un changement, une communication préalable aura pour objectif d'informer et d'emporter la conviction. Elle pourra être axée sur la décentralisation et sur une vision très orientée vers les aspects opérationnels.

En cours de vie, la communication sur les progrès accomplis en termes de Création de Valeur grâce à des réalisations opérationnelles concrètes issues de l'exploitation intelligente et efficace de l'Hydrographie de la Valeur accompagnera le développement d'un langage commun au sein de l'entreprise.

Beaucoup d'entreprises créent à l'occasion de la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur, un journal interne ou bien consacrent dans leur bulletin d'information déjà existant une part importante au projet Création de Valeur.

Souvent, ce projet est baptisé d'un nom, choisi en liaison avec la DRH et les services de communication interne. Parfois, il ne fait pas référence à la notion de valeur mais utilise plutôt une terminologie mieux adaptée à la culture et à l'histoire de l'entreprise concernée. Aussi on peut se raccrocher à des thèmes de communication récents afin de situer la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur dans la prolongation des actions passées : ce nouveau projet est ainsi présenté comme la continuité, la culmination du passé récent.

Un de nos clients a nommé son projet Création de Valeur : ICR, Initiatives pour la Croissance Rentable. Il a en effet considéré que la notion de Croissance Rentable embrassait bien tous les aspects de la Création de Valeur et qu'elle était suffisamment mobilisatrice.

4.4 Fédération

Au sein de chaque Rivière de Valeur, chaque partie, fonction, personne est fédérée autour de l'objectif commun de l'entreprise : la Création de Valeur.

Tout est cohérent dans la démarche : l'objectif, la mesure de la performance, la stratégie et les objectifs à long terme ainsi que les modes de raisonnement des dirigeants, les aspects opérationnels et les objectifs à court terme ainsi que les

modes de raisonnement des employés, les rémunérations, l'état d'esprit ou la culture d'entreprise fondés sur la décentralisation, la responsabilisation, la démarche entrepreneuriale, etc.

Cette cohérence participe à la force du projet. Elle contribue fortement à emporter l'adhésion de tous au sein de l'entreprise. Elle structure de manière intime l'entreprise.

La Création de Valeur devient le langage commun de l'entreprise. Comme le disent nos clients à l'instar d'une publicité passant au moment où nous écrivons le présent ouvrage : « zéro bla-bla ; c'est PE positif, on fait ; c'est PE négatif, on ne perd pas de temps à en discuter ! ».

5 Coopérations entre le DAF et les directeurs opérationnels

La réussite de la mise en place de la gestion de l'entreprise par la Création de Valeur repose, en grande partie, sur l'engagement des opérationnels. Le DAF doit donc adopter une démarche de concertation avec ses collègues opérationnels du comité directeur de son entreprise.

Grâce à celle-ci, les opérationnels :

- acceptent l'Évaluation parce qu'ils ont contribué à la définir.
- appliquent la Stratégie parce qu'ils en apprécient la cohérence.
- créent de la valeur au quotidien en exploitant au mieux les Sources de Valeur existantes et en découvrant de nouvelles.
- bénéficient d'un intérêt accru de leur travail : intérêt qualitatif avec les aspects décentralisation, responsabilisation ; intérêt quantitatif avec les aspects rémunération qui seront traités au chapitre suivant.

La mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur est la source de nouvelles et fructueuses collaborations entre le DAF et les opérationnels de l'entreprise. Celles-ci font entrer en piste à un moment ou à un autre : les stratèges et les ressources humaines.

Dans le O d'Opérations, le DAF agit un peu comme un Monsieur bons offices. En effet, il ne peut réaliser seul l'Hydrographie de la Valeur. Il se doit de formaliser ce que les opérationnels lui expliquent. Il dirige le processus de maïeutique en transcrivant le savoir-faire opérationnel ; il peut le

faire car il sait ce qu'il cherche : expliquer la formation du Profit Économique ; ceci lui servira de fil directeur au cours du processus d'interview de ses collègues opérationnels, à la base de la constitution de l'Hydrographie de la Valeur. Une fois qu'il a réalisé cette Hydrographie, il doit en expliquer tous les tenants et aboutissants afin de susciter le dialogue entre ses collègues opérationnels : avant de baisser les stocks, il faut discuter de l'impact sur les ventes ou sur la prise de commande ou sur la production ou sur la logistique. Il va provoquer une réunion entre lui-même et les Directeurs production, logistique et commercial pour bien faire les calculs et en faire comprendre les conséquences ; surtout pour bien analyser toutes les solutions alternatives et choisir la meilleure en termes d'amélioration du Profit Économique. Ainsi l'entreprise pourra décider si elle peut réaliser cette baisse des stocks, comment, dans quels délais et avec quelle communication auprès des clients.

CHAPITRE 10

Faire participer les femmes et les hommes de l'entreprise à la Création de Valeur

La Création de Valeur permet de répondre aux deux aspirations les plus importantes de toute personne face à son travail : l'intérêt du travail et sa rémunération. Les chapitres précédents ont apporté une réponse à la première. Ce dernier chapitre apportera une réponse à la seconde. Un Système de Gestion par la Valeur a nécessairement pour clé de voûte des rémunérations qui comprennent une participation généreuse à la Création de Valeur générée par les dirigeants et employés. La définition de telles rémunérations passe nécessairement par une coopération étroite entre le DRH et le DAF.

Ce dernier chapitre est consacré au P de Participation de notre acronyme MESOP. Ce dernier élément vient dynamiser les compétences de l'entreprise en les associant au processus de Création de Valeur qu'elle a souhaité lancer. C'est la partie ressources humaines de la Création de Valeur.

What's in it for me ? En quoi cela me concerne, qu'ai-je à gagner dans la mise en place de la Création de Valeur ? ne manqueront pas d'interroger tous les dirigeants et employés d'une Rivière de Valeur qui n'auront pas participé à la prise de décision concernant la mise en place d'un Système de Ges-

tion par la Valeur, lorsque leur tour viendra d'être concernés par cette démarche.

Toute les enquêtes le montrent, les salariés de tous les pays, de toutes les entreprises, à toutes les époques historiques, sont intéressés principalement par les éléments suivants (loin devant tous les autres critères testés) ; seuls varient les pourcentages d'une enquête à l'autre :

- l'intérêt du travail en termes de variété et responsabilité,
- la rémunération correspondante.

La Création de Valeur satisfait ces deux attentes par :

- La participation à la gestion : il est essentiel de faire prévaloir, au bénéfice de tous les échelons de la hiérarchie, l'état d'esprit inhérent à toute démarche de Création de Valeur et fondé sur des notions telles que la décentralisation ou la responsabilisation, comme nous l'avons illustré tout au long de l'ouvrage et encore tout récemment avec une démarche aussi féconde que l'Hydrographie de la Valeur ; s'intéresser aux personnes et à leur travail dans les termes employés tout au long du présent ouvrage les fera se sentir véritablement acteurs et décideurs à leur fonction et à leur échelon ; leur travail en acquerra de ce seul fait un contenu psychologique radicalement différent. Au cours de ce chapitre, nous ne reviendrons pas sur cet aspect des choses, le considérant déjà suffisamment traité précédemment.
- La participation aux résultats : la rémunération des dirigeants et employés est liée à la performance économique mesurée en termes de Création de Valeur. C'est exclusivement ce dernier point que nous traiterons ici.

On complète ainsi la réponse à la question : « la Création de Valeur, pour qui ? ».

1 Fondements

1.1 Deux salaires

Il existe, comme nous avons déjà eu maintes fois l'occasion de le dire, deux facteurs de production en Économie : le Capital et le Travail qui sont tous les deux aussi nécessaires l'un que l'autre.

Tout travailleur a droit à un « salaire minimum garanti », de l'ouvrier ou de l'employé aux cadres même supérieurs. Cer-

tains pays, essentiellement riches, déterminent légalement un tel minimum, nommé SMIC en France. Mais lorsque nous écrivons « salaire minimum garanti » (en bref « salaire »), nous nous référons moins à l'aspect légal qu'à une notion de marché : un montant fixe de base relié « correctement » (du moins espérons-le) à la qualité du travail fourni par le travailleur, compte tenu de l'utilité sociale qui en découle. Pour tel travailleur, ce salaire sera le SMIC légal, mais, pour tel autre, il sera de 10 000 € mensuels, voire plus.

Ce salaire peut donc varier selon des considérations d'ordre hiérarchique ou de responsabilité, sectoriel ou géographique (dans les ex-pays de l'Est, certaines professions peu considérées en France étaient plus rémunérées que certaines autres professions très considérées en France), de la santé de l'employeur ou de conditions économiques générales (croître pendant les « trente glorieuses » ou se maintenir en période de crise), ou de tout autre ordre et notamment compte tenu d'éléments de concurrence sur le marché du Travail.

Ces éléments sont tels que ce salaire ne devrait guère être révisé ni à la hausse ni à la baisse puisqu'il n'est lié qu'à la nature du travail effectué. Pourtant, on constate le plus souvent des rémunérations à l'ancienneté ou des augmentations générales ou d'autres types encore qui n'ont de toute évidence aucun fondement économique.

Par ailleurs, et comme nous l'avons largement développé dans notre deuxième partie, les investisseurs ont besoin d'une rémunération minimum au Coût du Capital pour compenser leur coût d'opportunité : c'est leur salaire en quelque sorte mais il ne leur est aucunement garanti.

Le Capital a besoin de la promesse du Coût du Capital pour venir s'investir dans l'entreprise comme le Travailleur a besoin de la promesse du salaire pour se lever le matin.

Il ne peut y avoir véritablement de performance économique que si ces deux salaires sont couverts. Dans le cas contraire, un des deux facteurs de production n'est pas correctement rémunéré et enregistre donc une perte. Peu importe lequel, le non-sens économique est exactement le même.

1.2 La comptabilité classique mène au conflit

Avec un système de rémunération classique tel que pratiqué couramment de nos jours dans les entreprises, nous courons le risque d'attiser les braises du conflit toujours latent entre les deux facteurs de production. Ce conflit dérive en fait pour

l'essentiel de la construction du compte d'exploitation traditionnel d'une entreprise. Celui-ci part des produits. Il déduit ensuite les charges. Parmi celles-ci se trouve la rémunération du Travail. Le résidu éventuel, appelé traditionnellement bénéfice, rémunère le Capital.

Ceci crée *ipso facto* une situation d'antagonisme entre les deux facteurs de production. Le Travail aura logiquement tendance, se servant le premier, à se réserver la part du lion. Réciproquement, le Capital aura logiquement tendance, se rémunérant sur un résidu, à limiter strictement les charges qui viennent diminuer ce résidu, et donc à limiter la rémunération du Travail.

Dans notre monde où les deux facteurs de production sont aisément substituables, n'importe quel esprit un tant soit peu provocateur pourrait très bien suggérer une construction alternative du compte d'exploitation d'une entreprise. Ce compte d'exploitation alternatif partirait de la même manière des produits inchangés. Il déduirait ensuite des charges. Mais celles-ci n'incluraient pas la rémunération du Travail mais au contraire incluraient la rémunération du Capital. Le résidu éventuel, pour lequel il faudrait trouver une appellation, rémunérerait le Travail. Ce compte d'exploitation n'est d'ailleurs pas aussi farfelu qu'il y paraît : c'est celui que vivent les artisans ou professions libérales, les sociétés coopératives, les différentes profession du secteur de la pêche depuis les affréteurs jusqu'aux marins pêcheurs, les « fermiers » (qui ne peuvent se rémunérer qu'après avoir payé le fermage au propriétaire).

Cependant, un tel compte d'exploitation alternatif générerait tout autant d'antagonisme que le premier. Il inverserait seulement les rôles entre les deux facteurs de production.

Ceci étant, si effectivement les deux facteurs de production sont bien substituables (et qui pourrait le nier face à des mécanisations et des délocalisations croissantes ?), ce compte d'exploitation alternatif est tout aussi pertinent que le premier ou, à tout le moins, il manque tout autant de pertinence.

Le compte d'exploitation qui aboutit au Profit Économique et que notre vision de l'entreprise-sablier génère, est fondamentalement différent. Le compte d'exploitation du Profit Économique part toujours de la même manière des produits inchangés. Il déduit ensuite des charges. Celles-ci incluent toutes les charges, c'est-à-dire y compris celles découlant de la rémunération des deux facteurs de production : le Capital et le Travail ou le Travail et le Capital, mis tous deux sur un

pied d'égalité, à leur niveau minimal. C'est-à-dire qu'il prend en considération une « sorte » de SMIC fixe pour chacun d'entre eux (sans élément variable de succès). Le résidu s'appelle le Profit Économique.

Celui-ci est alors réparti de manière contractuelle entre les deux facteurs de production. Une fois pour toutes, lors de l'adoption d'un Système de Gestion par la Valeur, les partenaires concernés ont en effet négocié un accord de participation au Profit Économique.

L'intérêt du Profit Économique et de la Participation aux résultats qu'il permet de mettre en place réside dans l'accent mis sur :

- l'égalité entre les deux facteurs de production qui ont tous deux droit à un « smic économique garanti » qui est préalablement incorporé dans son calcul, et ;
- sa répartition postérieure entre les ressources humaines et les ressources financières.

On peut dire que la répartition du Profit Économique a un sens, qu'elle correspond à la répartition d'un vrai « gâteau », car celui-ci incorpore le Coût du Capital.

Les deux SMIC ayant été pris en considération et la répartition du « gâteau » ayant été contractuellement accordée une fois pour toutes, les intérêts des deux facteurs de production sont véritablement convergents. Dans ce système, chacun à intérêt à ce que le « gâteau » soit le plus grand possible et à ce que l'autre s'enrichisse. L'enrichissement d'un facteur de production va bien de pair avec l'autre.

Contrairement aux deux précédents comptes d'exploitation, ce dernier instille un esprit de coopération entre les deux facteurs de production. Volontairement, afin de ne pas dériver dans le domaine politique, nous ne qualifierons pas cette situation. Le lecteur trouvera dans la littérature française ou étrangère, utopiste, coopérative, religieuse ou syndicale, des éléments de référence assez proches de ce concept.

Une entreprise-sablier enrichit ses deux facteurs de production à l'unisson. Leur intérêt étant commun, ils n'ont plus aucune raison de s'opposer. Les deux facteurs de production sont réconciliés grâce à une participation parallèle à la performance économique réelle de l'entreprise.

Dans une telle philosophie, le Travail, à tous les niveaux, doit souhaiter la performance de l'entreprise puisqu'il en retirera le juste bénéfice à titre personnel. Vue ainsi la Création de Valeur découlant du Profit Économique n'est pas l'expression

d'un quelconque antagonisme entre les deux facteurs de production : Capital et Travail. Au contraire, elle est la manière d'aligner leurs intérêts durablement. Le Travail est ainsi induit à adopter un comportement de propriétaire car il en a le profil de rémunération.

Pour illustrer cette idée de communauté d'intérêts, considérons l'exemple d'une société de Bourse auprès de laquelle on place 100 000 €. Demandons-lui d'investir cette somme en répliquant passivement le CAC 40. La société de bourse pour faire ce travail prendra des frais fixes par exemple 1 000 €. Maintenant, si on admet que toutes les actions composant le CAC 40 ont le même risque, on peut essayer de négocier un autre contrat avec cette société de Bourse en lui disant « faites une gestion active et non passive ; sur-pondérez certaines actions dont vous croyez qu'elles vont sur-performer et sous-pondérez d'autres dont vous croyez qu'elles vont sous-performer ; voyons ce qui se passe à la fin de l'année : si vous avez sur ou sous-performé le CAC 40. » Comme on a fait l'hypothèse que toutes les actions étaient dans la même classe de risque, la question d'une meilleure rémunération qui ne serait liée qu'à une augmentation de risque ne se pose pas. La rémunération plus importante qu'une telle gestion active dégagera par rapport à une gestion passive sera véritablement une meilleure rémunération et non la rémunération d'un risque plus grand. On peut donc dire à cette société de Bourse : « vous aurez vos 1 000 € de frais fixes si vous faites le CAC 40 ; mais si vous sur-performez le CAC 40, je vous donne 60 % du surcroît. » On peut signer ce genre de contrat puisqu'on aura une rémunération assurée : le CAC 40. Même si on ne garde que 40 % du surcroît, c'est toujours un supplément bon à prendre. Dans cette hypothèse, on ne peut que souhaiter payer un maximum à la société de Bourse. En effet, la rémunération de la société de Bourse ne constituera pas un coût pour nous mais une fraction de notre enrichissement. Plus nous paierons une rémunération élevée à la société de Bourse élevée et plus nous serons riches. Ce raisonnement est sain et rationnel car il provient de la répartition d'un « gâteau » préalablement constitué.

1.3 Corriger l'absence de parallélisme

Le tableau suivant analyse les caractéristiques des rémunérations des deux facteurs de production : Capital et Travail,

la rémunération du Travail étant représentée par le salaire et celle du Capital par le Coût du Capital.

Facteur de production	Travail	Capital
Rémunération	Salaire : garanti, bas	cmc : en risque, élevé
Variabilité	Selon taille et autres critères	Selon performance
Comportement induit	Créancier	Actionnaire

Tableau 18 : Absence de parallélisme dans les rémunérations du Travail et du Capital

Le salaire n'est pas, dans la réalité, véritablement fixe : de fait, il est variable, seulement cette variabilité est fonction de la taille de l'entreprise ou d'autres critères en place, qui n'ont que peu à voir avec la performance de l'entreprise :

- Bien souvent la nature du travail effectué sera évaluée en fonction de critères de taille : chiffre d'affaires, nombre d'employés, nombre de filiales et de leur implantation internationale (Cf. les publications de la presse économique – notamment les enquêtes annuelles sur les salaires des cadres de *L'Expansion* – souvent réalisées en liaison avec des consultants en ressources humaines tels que Hay ou Hewitt). Ces cabinets préconisent d'ailleurs pour les cadres une notation par un système de points (nombre de personnes en charge, CA généré…). Ce système pousse les personnes à vouloir plus de responsabilités. Tel cadre supervisant 10 personnes voudra en superviser 15, car il aura des points supplémentaires et donc une rémunération supérieure. Ainsi crée-t-on une incitation pernicieuse à la course à la taille comme un but en soi.
- Dans les entreprises, ou dans la société en général, plus on est « gros » plus on est considéré : tel dirigeant qui supervise 1 000 personnes avec des performances moyennes aura plus de considération (et de rémunération) que tel dirigeant qui supervise 500 personnes avec des performances supérieures.

La rémunération du Travail actuellement fondée sur un salaire essentiellement fixe ou variable selon des critères de taille, induit un comportement de créancier : comme un banquier qui a droit au remboursement de son prêt quel que soit l'état de l'entreprise emprunteuse ; ce comportement se préoccupe peu de la performance économique de l'entreprise, puisque c'est un droit ! Ceci est donc aux antipodes du comportement entrepreneurial des actionnaires.

Le comportement du Travail est induit notamment par sa rémunération. Si on veut que le Travail se préoccupe de la

performance économique de l'entreprise, et ainsi induire chez les ressources humaines un comportement plus entrepreneurial, il faut les rémunérer comme le Capital. Ce n'est qu'en allant vers une rémunération plus variable, la variabilité étant fondée non plus sur la taille mais sur la performance, qu'on pourra induire le comportement recherché.

Il y a deux manières de présenter une variable de rémunération liée aux performances économiques de l'entreprise :

- la méthode anglo-saxonne qui se traduit par le bâton et la carotte : *incentive compensation* (rémunération incitative) qui correspondrait mieux à la culture anglo-saxonne à nos yeux de Latins qui aimons croire que les Anglo-Saxons travaillent essentiellement voire exclusivement pour l'argent.
- la méthode latine qui en fait la description d'une simple justice sociale. Comme on le verra plus loin en détail, on en revient ainsi à la philosophie de base de la participation gaullienne des travailleurs aux fruits de l'expansion de leur entreprise (la fameuse troisième voie si souvent évoquée mais jamais véritablement mise en pratique). Afin d'accepter de travailler plus facilement pour la constitution d'un vrai « gâteau », définissons clairement *a priori* la clef de répartition fixe de ce gâteau, quelle qu'en soit la taille réelle constatée *a posteriori*.

Les négociations salariales actuelles ne reposent plus sur cette notion de « répartition d'un véritable gâteau préalablement constitué ». Soit parce que le « gâteau » n'est pas encore constitué (augmentation de salaires garantie quelle que soit la performance réelle de l'entreprise postérieurement), soit parce que le « gâteau » est représenté par le résultat comptable ou d'autres mesures n'incluant pas correctement la rémunération des Capitaux Investis. Voilà pourquoi le « gâteau » ne peut être que le Profit Économique.

Il convient en effet de bien s'assurer du parallélisme entre la rémunération des ressources humaines et des ressources financières même en cas d'existence de rémunérations variables. À l'heure actuelle, il est fréquent que la part variable de la rémunération des commerciaux soit fondée sur le chiffre d'affaires. On a vu au chapitre précédent que certaines ventes étaient destructrices de valeur. Comment empêcher le commercial correspondant de réaliser de telles ventes. Il le prendra comme une brimade pour brider sa rémunération et il opposera toutes sortes de fausses bonnes raisons pour les réaliser en dépit de tout (c'est stratégique !). En revanche si ce commercial est rémunéré sur le Profit Économique généré par

les ventes qu'il gère, non seulement il comprendra de lui-même qu'il ne doit pas réaliser ces ventes, mais encore il trouvera un moyen de les rendre créatrices de valeur pour pouvoir les réaliser et ainsi percevoir sa rémunération variable associée.

1.4 Aspiration légitime

« Si quelqu'un dans l'assistance ne veut pas gagner plus, qu'il lève le doigt. » Chaque fois que nous posons cette question au cours de nos nombreuses conférences, en France ou à l'étranger (dans des pays aussi divers que la Belgique, l'Espagne ou le Maroc pour n'en citer que trois), en inter ou en intra entreprise, nous avons beau attendre longtemps, personne ne lève le doigt.

En effet, le personnel de l'entreprise ne travaille pas que pour l'argent ; mais, ne nous cachons pas derrière notre petit doigt, le personnel de l'entreprise travaille aussi pour l'argent.

Il n'y a donc pas que les Anglo-Saxons pour accorder de l'importance à l'argent, nous autres Latins étant supposés avoir des aspirations beaucoup plus nobles. Tout le monde est intéressé par l'argent, même les plus altruistes, car gagner plus signifie également pouvoir disposer de plus pour des causes caritatives.

Quelques personnes isolées lèvent de temps à autre le doigt, si rarement que cela n'est pas statistiquement significatif. Dans ces rares cas, on nous objecte : « je ne veut pas gagner plus d'argent ». Mais la question ne disait pas cela...

Des personnes peuvent aussi préférer plus de temps libre, de meilleures retraites (Art 83 CGI par exemple), une voiture de fonction plus belle, etc. par exemple. Tous ces éléments peuvent être analysés en termes d'équivalent monétaire : ils ont un coût pour l'entreprise, ce coût étant direct et indirect (charges sociales et taxes diverses et variées). Même s'il existe malheureusement une différence entre le coût global pour l'entreprise et l'utilité perçue par le bénéficiaire, l'entreprise est obligée de raisonner en coût global pour elle.

Les entreprises doivent aller au-delà du tabou : il n'y a aucune honte à vouloir gagner plus ! Il faut donc trouver des réponses à l'aspiration légitime des dirigeants et employés. Il faut donc créer un processus d'individualisation afin que les entreprises puissent proposer à leurs dirigeants et employés une rémunération à la carte alliant salaire fixe, bonus variable aujourd'hui, rémunération différée, horaires de travail, congés, avantages en nature, etc.

Cependant la seule façon de réaliser cette évolution majeure sans courir le risque de la voir dégénérer en révolution réside dans la transparence et l'équité : ces nouvelles rémunérations variables assises sur la véritable performance économique de l'entreprise doivent être exclusivement le résultat de formules. Tout mandant a en effet le droit de savoir comment son mandataire se rémunère sur le mandat confié. Au sein des co-mandataires, la répartition doit être objective pour que sa diversité soit acceptée. La rémunération « à la tête du client » est la meilleure façon de semer la zizanie dans une entreprise. En mettant en place une formule au vu et au su de tous dans l'entreprise, tout est clair : il n'y a pas de discussion. Tout bénéficiaire peut rétorquer aux inévitables grincheux ou jaloux : « j'ai gagé beaucoup parce que j'ai généré beaucoup ; si tu veux gagner plus, tu connais la formule et ses paramètres ; elle s'applique à toi autant qu'à moi ».

2 Rémunération

2.1 Risque et rémunération

Ainsi n'importe qui est toujours intéressé à gagner plus plutôt que moins, toutes choses égales par ailleurs (notamment la quantité de travail fourni ou la qualité de ce travail et aussi les aspects non-monétaires adjacents). Gagner son salaire de marché est bien, gagner moins est décevant, gagner plus est encore mieux. N'importe qui cherchera à gagner plus, si cela est en son pouvoir ou ses capacités, en travaillant mieux. Voilà pourquoi tant de publications réalisent des études annuelles sur les salaires moyens en détaillant les éléments de croissance salariale (taille de l'entreprise, secteur, ancienneté…). Comme nous l'avons déjà écrit, en quoi cela serait-il immoral que de vouloir gagner plus, si cette rémunération est librement négociée avec des tiers de façon transparente sur des critères rationnels ? Le Capital répond donc favorablement à ce genre d'aspiration légitime en provenance du Travail.

La théorie financière nous enseigne pour le Coût du Capital, et ceci est valable aussi pour la rémunération du Travail, qu'une augmentation de rémunération doit nécessairement s'accompagner d'un accroissement de son risque, c'est-à-dire de sa volatilité. C'est pour cela que le salaire est relativement bas car il est prioritaire et donc garanti. Pour augmenter, les rémunérations doivent donc impérativement devenir variables.

Quelle considération pourrait justifier et servir de base à un accroissement de rémunération du Travail, si tous les éléments de son utilité sociale ont déjà été correctement évalués par le salaire ? Il ne peut s'agir que de la performance du Capital ! Seule la performance de l'entreprise mesurée par son Profit Économique pourrait justifier et servir de base à un accroissement de rémunération du Travail puisque toutes ses autres caractéristiques sont déjà correctement évaluées par le salaire. C'est la seule base que le Capital accepterait. En tant que mandataire du Capital, le Travail doit accepter ce raisonnement.

Le débat sur la rémunération du Travail (tout particulièrement celle des dirigeants) n'a donc de sens qu'en le situant dans le contexte d'une rémunération totale constituée d'un salaire minimum fixe plus une importante participation variable au Profit Économique. La rémunération du Travail peut et doit augmenter, pas son salaire (son salaire devrait peut-être même baisser, écririons-nous même de manière provocatrice).

Un système fondé sur le Profit Économique génère des rémunérations plus incitatives et individualisées, en rapprochant l'indicateur de performance utilisé de la responsabilité des bénéficiaires. Par ailleurs, l'entreprise bénéficie alors d'une régulation automatique de sa masse salariale, le coût du Travail ayant été ainsi rendu flexible, et a donc moins besoin de recourir à une régulation par les quantités (licenciements ou baisse de la durée du travail).

De manière assez paradoxale, la réflexion sur la juste rémunération du Capital qui débouche sur le Profit Économique et la Création de Valeur, débouche aussi sur des conséquences concrètes très favorables au Travail. On a d'ailleurs constaté, à un niveau macro-économique, que le taux de chômage était le plus bas dans les pays qui rémunèrent le plus le Capital.

Dans un tel système en effet, la rémunération totale doit être supérieure à celle du marché. Le surcroît de risque qu'entraîne une part variable importante doit être compensé par un surcroît de rémunération. Par exemple, imaginons qu'une entreprise donne le choix à l'un de ses dirigeants entre deux systèmes de rémunération mutuellement exclusifs : A) Salaire Fixe 100 %, Bonus Variable 0 % ou B) Salaire Fixe 60 %, Bonus Variable 40 %. Le dirigeant concerné ne pourra raisonnablement considérer la solution B que si, A aboutissant à 100 €, B a une espérance mathématique de gain de 120 ou 130 €. Seulement ainsi, il tiendra compte du risque supplémentaire que représente pour lui le portefeuille de rémunération B.

2.2 Quantité ou qualité ?

Une rémunération mensuelle de 100 000 € ne sera peut-être pas suffisante pour motiver comme il le mérite un PDG qui aura créé de la Valeur par milliards d'Euros. Par contre, les mêmes 100 000 €, annuels cette fois, seront toujours trop pour celui qui aura systématiquement fait perdre ses investisseurs. Ce qui est donc en cause, ce n'est pas le niveau absolu des rémunérations des dirigeants mais la logique de leur fixation et en particulier la cohérence de celle-ci avec la performance économique de l'entreprise. C'est-à-dire leur détermination logique pour rémunérer les mandataires de mandants dans une relation de mandat.

Nous rappellerons ici l'aphorisme américain déjà cité, un peu familier mais qui dit bien ce qu'il veut dire : « *If you give peanuts, you get monkeys.* ». Quel investisseur voudrait d'un tel type de dirigeant dans son entreprise ? Il n'y a donc aucun inconvénient à octroyer des niveaux élevés de rémunération pourvu qu'ils soient fondés sur le Profit Économique. En effet, il ne s'agit plus d'un coût mais d'une répartition variable des résultats d'une performance économique qui assure au préalable une juste rémunération fixe aux investisseurs. C'est pourquoi elle est automatiquement autofinancée : elle est financée par les investisseurs comme une fraction de la Création de Valeur qui leur a été apportée par les dirigeants et employés concernés.

Nous côtoyons quotidiennement des opérations de mandat dont la rémunération est fondée sur le résultat de leur exécution :

- Le Trésor Public perçoit un pourcentage en contrepartie de sa collecte des impôts locaux au nom des collectivités territoriales.
- L'agence immobilière facture une commission pour rémunérer sa recherche d'un locataire pour le compte du propriétaire.
- Les agents commerciaux d'une entreprise perçoivent une prime fondée sur les ventes qu'ils effectuent pour son compte.

Il serait trop long d'énumérer ici toutes ces situations qui sont tellement ancrées dans notre esprit qu'elles n'en sont plus questionnées. Or, nous le savons maintenant, l'entreprise est un mandat.

Une rémunération essentiellement fixe est légitimement contestée par les mandants de l'entreprise. Et ce quel que soit le

montant, même faible. D'abord, car elle dissocie les intérêts des mandataires de ceux de leurs mandants, puisque les mandataires auront la même rémunération quel que soit le résultat de leur gestion. Ensuite, car elle génère un conflit d'intérêt entre mandants et mandataires : pour assurer leur rémunération fixe, les mandataires diminuent le risque de leurs opérations (qu'ils ont eux-mêmes contribué à accroître par la fixité de leur rémunération), d'où des stratégies conservatrices ou de diversification ou de sortie de secteurs cycliques (alors que ces mêmes stratégies pourraient être menées directement et à moindre coût par les investisseurs eux-mêmes). Enfin, car elle n'est fixe qu'en apparence, comme nous l'avons vu ; sa variabilité repose en fait sur la taille et non la performance ; elle incite insidieusement à rechercher la taille pour elle-même indépendamment de la rentabilité.

Une rémunération essentiellement variable est légitimement souhaitée par les mandants parce qu'elle apporte les avantages exactement inverses des inconvénients stigmatisés ci-dessus. Elle doit être fondée sur le Profit Économique. Ce Profit Économique est en effet le déterminant essentiel de la valeur et donc répond le mieux possible aux conditions du mandat. Il peut aussi être mesuré à un niveau directement relié à la personne considérée quelle que soit sa position hiérarchique, grâce à la décomposition en Rivières de Valeur puis grâce à l'Hydrographie de la Valeur.

Or que constate-t-on dans la pratique ? Hormis les systèmes de *stock-options* analysés plus loin, les systèmes de rémunération actuels présentent des inconvénients majeurs :

- il n'existe pas de part variable (ou très peu) par rapport à une part fixe qui constitue donc l'essentiel et même souvent la totalité de la rémunération.
- La part variable est fonction du niveau de réalisation d'objectifs budgétaires négociés. Il en résulte une perte de temps et d'énergie importante dans des négociations stériles puisqu'elles sont internes à l'entreprise (y compris le conseil d'administration).
- Cette part variable, quand elle existe, est limitée à la hausse. La performance donnant la part variable maximum ne sera pas dépassée puisque le surcroît de succès n'est pas plus rémunéré. Cette part variable est aussi limitée à la baisse. C'est-à-dire que si la performance nécessaire à l'obtention de la part variable minimum n'est pas atteinte, les personnes concernées auront intérêt à « charger la barque » : de toutes les façons leur bonus est perdu et elles ne sont pas pénalisées pour une mauvaise

performance. Ceci est particulièrement vrai en cas de changement de dirigeant qui aura obtenu en tout état de cause une prime de bienvenue pour le décider à quitter son ancien poste. Une telle pratique facilite d'autant l'obtention de résultats meilleurs les années futures. Borner à la baisse un bonus équivaut aussi à ce qu'une mauvaise performance ne soit pas automatiquement pénalisée.

- Les critères servant de base à la détermination de cette part variable ne sont pas nécessairement pertinents du point de vue de la Création de Valeur pour l'entreprise.

Pour pallier tous ces inconvénients, il suffit que le Profit Économique de l'entreprise serve de base à la variabilité de la rémunération du Travail en sus du salaire.

Dans son intérêt bien compris, c'est-à-dire dans l'optique d'une Création de Valeur maximale à tout instant, le Capital doit alors faire profiter le Travail de l'avantage de cette rémunération supérieure au salaire, et ce de façon généreuse. Le Capital incite donc (ou à tout le moins autorise sans réserve) l'entreprise à mettre en place des systèmes de gestion de cette nature, c'est-à-dire incluant des systèmes de rémunération incitatifs comprenant une part variable calculée sur la base du Profit Économique.

À un Profit Économique équilibré ou à Profit Économique constant, la rémunération totale du Travail égale le salaire. En cas de Profit Économique positif ou d'amélioration de ce Profit Économique, une participation généreuse doit être mise en place. La contrepartie doit être que cette participation généreuse peut être différée pour amortir une perte économique ou une détérioration du Profit Économique.

Si une entreprise donnée ne gagne « que » son Coût du Capital, c'est bien : elle a accompli l'objectif fixé par ses actionnaires. Quoi de plus normal dans ce contexte que ses dirigeants obtiennent « seulement » une rémunération normale ? Si l'entreprise n'atteint pas cet objectif de rentabilité minimum, et particulièrement si elle ne l'atteint pas de façon répétée, les actionnaires en seront déçus. C'est normal car leurs espoirs de gain insatisfaits dans cette entreprise auraient pu l'être dans une autre entreprise. Quoi de plus normal alors, que ces dirigeants « fautifs » soient pénalisés par une moindre rémunération, en ligne avec celle que leur « mauvaise » gestion a imposée à leurs mandants ?

Ceci étant, il est normal qu'une entreprise fasse son possible pour gagner plus que son Coût du Capital. Si elle y arrive et notamment de façon répétée, quoi de plus normal encore que

ces dirigeants « méritants » obtiennent une rémunération extraordinaire, ici encore en ligne avec celle dont leur « excellente » gestion a gratifié leurs mandants ?

Le Profit Économique d'une entreprise décomposé par Rivière de Valeur permet d'analyser encore plus finement sa performance. Ainsi, l'indicateur de performance utilisé se rapproche de la responsabilité des bénéficiaires, cadres ou personnel, pour générer des rémunérations plus incitatives et individualisées. Il est important d'enrôler dans un tel système la totalité de l'entreprise, c'est-à-dire la totalité de ses cadres et de son personnel, même si cela doit se faire très progressivement. L'amélioration de performance économique sera d'autant plus grande que le maximum de personnes se sentiront concernées, en particulier parce qu'elles seront motivées par des rémunérations incitatives.

Pour mettre en place le système évoqué ici, il suffit d'appliquer, par exemple, la formule suivante :

Bonnus Variable = Taux de distribution * Profit Économique

Figure 42 : Équation Bonus variable

Dans telle entreprise où la valeur du Capital est très élevée et le Travail peu qualifié, un pourcentage faible du Profit Économique pourrait être alloué aux ressources humaines ; à l'inverse pour un éditeur de logiciel où le Capital est faible et le Travail extrêmement qualifié, un pourcentage beaucoup plus élevé pourrait être alloué aux ressources humaines. On trouve le cas extrême dans les cabinets d'avocats ou de conseil où les associés s'attribuent la totalité du résidu économique, puisqu'ils sont à la fois les apporteurs du Capital et du Travail.

À la place du Profit Économique, on pourra préférer la variation du Profit Économique d'une année sur l'autre ou encore le surcroît de la variation par rapport à un objectif (déterminé objectivement comme indiqué au chapitre Stratégie).

Toute la question dans ce dernier type de formule est l'objectivité dans la fixation des objectifs entre un dirigeant et son subordonné. Le subordonné ne supportera pas qu'on lui fixe des objectifs auxquels il n'adhère pas (objectifs inatteignables) : il sera alors démotivé et ne travaillera pas. Réciproquement, de nombreux supérieurs hiérarchiques ont tendance à vouloir acheter la paix sociale : ce qui induit un comportement pernicieux matérialisé par des objectifs trop facilement atteignables.

Il est donc nécessaire de faire référence à une donnée extérieure, comme nous l'avons fait au chapitre Stratégie : cela

facilite la vie des supérieurs hiérarchiques qui ne sont plus juge et partie. Le dialogue à l'intérieur de l'entreprise est plus sain.

Si nous avons employé le terme « participation », c'est à dessein. En effet, l'actuelle participation légale est un système de rémunération « Création de Valeur » avant l'heure.

La formule légale actuelle de la réserve spéciale de participation est :

RSP = (Masse Salariale/2*Valeur Ajoutée)*(Bénéfice Net – 5 %*Capitaux Propres)

Figure 43 : Équation Réserve spéciale de participation

On voit bien l'analogie entre la Participation légale et le système proposé ici.

Là où le législateur parle de Bénéfice Net, nous parlons de REMIC ; là où le législateur parle de 5 %, nous parlons de Coût du Capital ; là où le législateur parle des Fonds Propres, nous parlons de Capitaux Investis ; et là où le législateur impose une règle de répartition fixe commune à toutes les entreprises, nous proposons une clé de répartition résultant de la libre négociation entre les partenaires sociaux au sein de chaque entreprise. De plus, les montants de la Réserve Spéciale de Participation sont limités par le législateur, alors que nous recommandons des systèmes sans limite.

La Participation légale comporte bien évidemment des paramètres qui manquent de pertinence. Cependant ses défauts sont corrigés par l'utilisation du véritable Profit Économique plutôt que des notions comptables ; la totalité du Capital engagé dans le processus de production est considéré plutôt que les seuls actionnaires limitant ainsi les risques de « jeu » via le levier d'endettement ; le Coût du Capital correspond aux conditions réelles du moment, du secteur et de l'entreprise plutôt qu'un 5 % arbitraire ; la clé de répartition est le résultat de la libre négociation des acteurs en présence plutôt qu'une proportion figée et identique pour toutes les entreprises ; les montants ne sont pas limités.

Dans le système évoqué ici, on constatera qu'on ne fait référence à aucun budget, contrairement à la plupart des systèmes actuels de rémunération variable.

La Création de Valeur permet donc d'appliquer la philosophie d'origine de la participation des travailleurs aux fruits de l'expansion de leur entreprise de manière totalement pertinente. À propos d'un tel système, le meilleur qualificatif n'est pas bonus ou prime, ni même rémunération variable incita-

tive, ni encore participation ou intéressement au résultat, mais plutôt participation ou intéressement à la Création de Valeur.

La Création de Valeur autorise ainsi des avancées sociales sous forme de rémunérations élevées, justifiées par la performance économique. Ici encore, on démontre un aspect extrêmement positif de la Création de Valeur et radicalement opposé aux caricatures malheureusement trop souvent colportées à son encontre.

Ce système de rémunérations vérifie cinq propriétés qui lui assurent son efficacité, c'est-à-dire qu'il débouchera sur des actions économiquement performantes :

- objectivité ; le système se fonde sur une formule adaptée à la culture de chaque entreprise ;
- simplicité ; tout dirigeant est habitué à un « intéressement aux bénéfices » ; une formation adéquate de tous les bénéficiaires assure leur compréhension ;
- substance ; les rémunérations atteintes sont supérieures au marché pour compenser le risque accru et pour être vraiment incitatives (Cf. plus haut dans ce chapitre) ;
- justice ; la rémunération de chacun est liée à la performance économique sous sa responsabilité ;
- durée ; la formule est calibrée avec attention au départ pour traverser tout type de situation.

Pour compléter un tel système, il faut que les bonus exceptionnels soient reportés afin de permettre l'imputation d'éventuels malus. Pour cela, un système de « compte bancaire fictif » peut être utilisé. On fait alors la différence entre le bonus déclaré et le bonus payé qui représente une fraction du solde créditeur du compte, le solde du compte étant reporté à l'année suivante (Cf. exemple ci-après.). Les rémunérations versées les bonnes années peuvent être perdues à cause de contre-performances ultérieures. Les dirigeants ont ainsi un profil de risque semblable à celui des investisseurs. Ainsi, comme les dirigeants ne souhaitent pas être personnellement pénalisés par ces malus, une sorte de cliquet se met en place, la performance s'améliore et ne se détériore plus : les phases négatives des cycles sont absorbées ; seules les améliorations de performance susceptibles d'être soutenues dans le temps sont réalisées. De plus, les bons éléments sont retenus par les « menottes dorées » constituées par le solde créditeur du compte de la personne concernée. Ce système introduit un lissage des rémunérations qui allie pour le diri-

geant concerné la stabilité de son niveau de vie et la variabilité de sa rémunération globale.

La Création de Valeur considère donc que la question des rémunérations se pose en termes qualitatifs plutôt qu'en termes quantitatifs.

2.3 Une nouvelle philosophie de rémunération

Pour que la Création de Valeur ne soit pas un vain mot et qu'elle soit donc véritablement recherchée par les dirigeants et les employés, la « bonne » mentalité doit donc être présente chez ces derniers : ils doivent se comporter en intrapreneurs au sein de l'entreprise qu'ils gèrent (par opposition à une mentalité de locataires). Seule une telle mentalité crée la nécessaire convergence d'intérêts entre les dirigeants, d'une part et les investisseurs, d'autre part. Les conflits d'intérêts, inhérents à toute situation de mandat, entre les mandants et les mandataires, ne peuvent être gommés qu'à cette condition.

Or une rémunération incitative constitue un élément essentiel de la motivation des dirigeants d'une entreprise et un élément propre à susciter cette mentalité. S'ils vont être mesurés selon la Création de Valeur apportée à leurs investisseurs, s'ils doivent donc avoir cette mesure de performance présente en permanence à leur esprit et donc gérer l'entreprise à la tête de laquelle ils ont été placés afin de la maximiser, quoi de plus logique qu'ils soient aussi rémunérés sur la base de cette même mesure ? Sinon, on court le risque de les rendre schizophrènes.

Des rémunérations incitatives fondées sur le Profit Économique constituent un élément essentiel de la Participation des dirigeants et du personnel d'une entreprise. La méthodologie de la Création de Valeur atteint alors seulement son potentiel complet et l'entreprise en tire le maximum d'avantages en termes de gestion efficace et de culture entrepreneuriale.

C'est grâce à la mise en place de ce système de rémunération variable qu'un Système de Gestion par la Valeur acquiert sa cohérence globale. Ainsi l'entreprise est cohérente non seulement vis-à-vis d'elle-même mais également vis-à-vis de ses investisseurs. De la participation du personnel à la Création de Valeur dépend la cohérence globale de l'approche et la cohésion d'ensemble de l'entreprise vis-à-vis d'elle-même et de ses investisseurs.

Dans une telle philosophie, la distinction entre salaire fixe et bonus variable prend une signification toute différente de celle prévalant traditionnellement. Un fixe n'est garanti que pour rémunérer l'effort d'entrer dans le processus de production. Cet effort existe, même si sa rémunération peut être plus ou moins élevée (mais pas nécessairement), que l'on soit PDG, Directeur, cadre, agent de maîtrise ou employé/ouvrier. Une fois cet effort fourni de manière identique, deux personnes à des postes semblables se différencieront par leurs résultats. Ces résultats ne sont pas nécessairement liés à la quantité de travail, ils sont souvent plus liés à la qualité du travail fourni : faire mieux n'est pas toujours la conséquence de travailler plus. N'est-ce pas juste de rémunérer plus celui qui génère plus de résultats ? Pour cela, une seule règle : la transparence et l'équité découlant de l'usage d'une formule. La formule de rémunération que nous avons évoquée précédemment doit donc lier la rémunération variable au Profit Économique généré par la personne considérée et/ou à la variation pluriannuelle de ce Profit Économique et/ou à l'excédent de cette variation par rapport à l'amélioration anticipée dérivée des attentes des investisseurs.

La philosophie de rémunération s'en trouve bouleversée, puisque :

- les salaires sont nécessairement bas, ne rémunérant que les compétences ou les efforts, et
- les parts variables nécessairement importantes et exclusivement fondées sur les résultats.

Cette conception est nouvelle pour les entreprises françaises mais déjà pratiquée dans les grands groupes internationaux.

Lorsqu'on en arrive à définir l'assiette d'une rémunération variable liée à la Création de Valeur, on pourrait être tenté d'exonérer les bénéficiaires d'un tel système des éléments clairement en dehors de leur pouvoir comme les taux d'intérêt. On pourrait aussi souhaiter les exonérer de variations de taux de change, de prix de marché sur les matières premières achetées ou sur les produits finis vendus ou encore de crises économiques sectorielles (les surcapacités sidérurgiques par exemple) ou géographiques (le marasme asiatique par exemple).

Il va de soi qu'il serait tout ce qu'il y a de plus politiquement incorrect que de tomber dans ce genre de travers. On imagine aisément la scène : le domité directeur d'une entreprise quelconque siégeant sur une estrade face à une salle rassemblant les actionnaires lors de l'assemblée générale ; ceux-ci ont vu la valeur de leurs actions dégringoler vertigineusement en

raison de l'une ou l'autre de ces causes et ils ont donc une mine plutôt déconfite ; quel comité directeur aurait l'impudence d'annoncer alors, sourire aux lèvres, une hausse de ses rémunérations en raison de bonnes performances mesurées sur une base « filtrée » de ce genre d'éléments exogènes ?

Seule l'amélioration continue compte donc, et ce quelle qu'en soit la cause : que l'on ait eu le vent en poupe ou de face.

Un tel système répond de manière radicale au traditionnel dilemme, faut-il « *pay for performance – even if it is just luck* » (rémunérer la performance même si elle n'est que le résultat de la chance), ou bien au contraire faut-il plutôt « *reward good management – not good luck* ? » (récompenser une bonne gestion et non une bonne étoile).

En effet, il est évident que la performance économique d'une entreprise est la résultante de toute une série de facteurs dont seulement une partie lui sont propres. D'autres facteurs sont plutôt de nature macro-économique au niveau mondial ou par marché géographique : taux de croissance, de chômage, d'inflation, d'intérêt, etc. Ces facteurs s'appliquent à toutes les entreprises. D'autres facteurs encore sont plutôt d'ordre sectoriel : offre et demande d'un produit, prix de marché d'une matière à l'achat ou à la vente, qualité et quantité de main-d'œuvre, etc. Ces facteurs s'appliquent à toutes les entreprises de ce secteur, en particulier quels que soient leurs avantages concurrentiels.

Dans le contexte de la deuxième philosophie, on pourrait envisager différentes mesures de filtrage propres à « rendre à César ce qui lui revient ». C'est-à-dire à séparer dans la performance totale de l'entreprise, sa part propre *stricto sensu* des parts plutôt macro-économiques ou sectorielles. L'utilisation de ces mesures tendant à exonérer les dirigeants de responsabilité sur certains événements, rend cette deuxième philosophie en apparence plus équitable que la première.

En adoptant cette philosophie de « filtrage », on conforterait le point de vue tendant à rémunérer les efforts de certains dirigeants français et européens qui tiennent bien trop peu compte des résultats servis aux investisseurs (leur seule préoccupation). En effet, c'est mettre le doigt dans un engrenage néfaste.

Tout ce qui est positif est alors du ressort des dirigeants, tout ce qui est négatif est en dehors de leur contrôle. Et pourtant, tout est en dehors du contrôle des investisseurs, non seulement ce qui est négatif, mais aussi ce qui est positif puisqu'ils ont confié la gestion de leur épargne à des dirigeants tiers. Ils

n'en subissent pas pour autant les événements à un moindre degré, bien au contraire, ils les subissent de plein fouet. Et dans le système actuel, ils sont les seuls à les subir. Les investisseurs veulent donc tout naturellement plutôt inciter les dirigeants à contrôler les événements, tous les événements sans exception, même ceux qui sont le plus en dehors du contrôle des dirigeants. C'est la seule façon qu'ils ont d'être raisonnablement sûrs que les dirigeants s'efforceront réellement de leur mieux en toute circonstance. Les investisseurs trouvant leur rémunération dans les résultats de leur entreprise et non dans les intentions de celle-ci, il est naturel que les dirigeants se plient à la même règle (*be paid for outputs not for inputs, for results not for intentions* – être payé pour les produits non pour les intrants, pour les résultats non pour les intentions).

Or la notion de Profit Économique est consubstantielle de cette notion de responsabilité. Le prix de la liberté d'action des dirigeants dans l'exercice de leur mandat est l'obligation de rendre des comptes. La confiance que les investisseurs-mandants expriment aux dirigeants-mandataires en plaçant leur épargne en gestion auprès d'eux a pour contrepartie le droit que les premiers ont de contrôler les résultats dégagés par les seconds.

Nous nous inscrivons en faux de la manière la plus nette contre cette philosophie de « filtrage » en nous référant au proverbe bien connu : « à méchant ouvrier, point de bon outil » – le mauvais ouvrier fait toujours du mauvais travail et met ses maladresses sur le compte de ses outils – *Larousse* pages roses.

En effet, cette philosophie de filtrage contribue au maintien de trop nombreuses entreprises françaises dans un état de sous-performance nuisible à l'état général de l'économie et en particulier responsable pour partie du taux de chômage important que connaît notre pays.

Il est tout à fait certain que si les taux d'intérêt (par exemple) augmentent, le Profit Économique de l'entreprise baissera, toutes choses égales par ailleurs. Concomitamment la Création de Valeur Externe (via le cours boursier) baissera, elle aussi. Il est non moins certain que les dirigeants n'ont aucune espèce d'influence sur les taux d'intérêt. Les investisseurs non plus d'ailleurs. Pourtant de ce seul fait, leur patrimoine investi dans ces entreprises aura vu sa valeur diminuer. Les dirigeants devraient-ils ne pas subir eux aussi les conséquences de ceci. La philosophie de filtrage aurait tendance à

répondre « bien sûr que non » via la mise en place d'un filtre approprié, alors que nous répondons « bien sûr que oui » !

Si le lecteur nous autorise une analogie, dont il appréciera le lien avec notre sujet très bientôt, nous écrirons que cette philosophe de filtrage accorde la préférence à un examen alors que nous pensons qu'un concours est préférable. En effet, quelle est la différence fondamentale entre ces deux systèmes ?

Pour réussir un examen, il **suffit** d'avoir une note supérieure à la moyenne. Cette moyenne a préalablement été déterminée de façon normative et cette norme est relativement constante d'une année sur l'autre, dans le meilleur des cas. Pour réussir un concours, il **faut** être au maximum parmi les 100 (par exemple) premiers, cette année-là. Si le niveau d'une année donnée (en jargon on parle de « barre ») est élevé, même un « bon » élève pourra très bien ne pas faire partie des 100 heureux élus de cette année.

Faisons le lien maintenant avec notre sujet et notre exemple du niveau des taux d'intérêt. Quel rôle jouent ces derniers dans la Création de Valeur ? Celui de la barre du concours. Ils montent et ils descendent rendant plus difficile ou plus facile l'accès au club très fermé des entreprises créatrices de valeur. Or que font, dans une telle situation, les élèves ? Ils travaillent plus ou moins pendant l'année scolaire en fonction de leur environnement et surtout de leur perception de cet environnement (c'est-à-dire de leur anticipation sur le niveau où se situera la barre le jour fatidique du concours). En fait, cela revient à dire qu'ils travaillent toute l'année au maximum de leurs possibilités, car être « seulement bon » ne suffirait pas.

Dans ce contexte, nous affirmons que les dirigeants ont pour Mission de toujours gérer l'entreprise qu'ils dirigent au maximum de ses possibilités. Seulement ainsi pourront-ils prétendre passer la barre pour être créateurs de valeur. Le niveau de leur Création de Valeur est donc totalement en leur pouvoir, quel que soit l'état de l'environnement.

Nous allons même plus loin. Notre expérience actuelle des entreprises ayant lié la rémunération de leurs dirigeants à la Création de Valeur avec ou sans limitation est très claire. Celles qui l'ont fait sans limitation ont une performance économique bien supérieure à celles qui l'ont fait avec limitation. Les premières sont systématiquement créatrices de valeur de manière substantielle. Les secondes le sont éventuellement de temps en temps, presque par hasard. Cette impression intuitive et réduite a été confirmée récemment par l'étude académique approfondie d'un échantillon de sociétés améri-

caines *Adopting Residual Income – Based Compensation Plans : Evidence Of Effects On Management Actions* 10-96 réalisée par le Professeur James S. Wallace de l'Université de Irvine.

En effet, les premières anticipent les événements, sont donc en mesure de réagir très vite à ceux-ci, et mettent donc en place les mesures correctives qui s'imposent tout de suite. Les secondes apprennent les événements par la presse, les subissent sans pénalité et peuvent donc se reposer sur leurs lauriers passés, au moins pendant un temps.

Alors, doit-on exonérer les dirigeants de toute responsabilité face à des événements exogènes ? La réponse à cette question ne peut pas être donnée par l'économie ou la finance. La réponse à cette question est presque d'ordre philosophique. Elle ne peut être apportée qu'en tenant bien compte de toutes les conséquences qui en découlent. En effet, selon la réponse que l'on y apportera, les conséquences économiques ou financières seront radicalement différentes non seulement au niveau de l'entreprise concernée mais aussi au niveau d'un pays tout entier.

D'un côté, on aura des entreprises performantes qui non seulement enrichiront leurs investisseurs, mais aussi leurs dirigeants et leur personnel, apporteront un bon rapport qualité-prix à leurs clients, traiteront correctement leurs fournisseurs et se comporteront de manière responsable ou citoyenne. De l'autre, on aura des entreprises qui appauvriront leurs investisseurs, alors même que leurs dirigeants ou leur personnel seront éventuellement bien payés (du moins tant qu'ils auront un poste – est-il nécessaire de le rappeler ?), et dont les clients et les fournisseurs ne seront pas nécessairement satisfaits pour autant.

De ce second côté, on débouchera sur une société d'assistance avec son cortège de subventions, de subsides et d'allocations diverses. Du premier par contre, on débouchera sur une société où l'initiative individuelle sera le moteur du progrès social. Un autre bon vieux dicton dit : « aide-toi, le Ciel t'aidera ».

Le lecteur aura compris à ce stade, nous l'espérons, quelle orientation nous nous devons nécessairement de prendre. Car les dirigeants et le personnel des entreprises françaises apprennent tous les jours (et souvent à leurs dépens) que la compétition internationale dans laquelle ils se meuvent, se compare plus à un concours qu'à un examen. Tel est bien le monde dans lequel nous vivons aujourd'hui.

Notre adhésion philosophique n'a donc pour seul mérite que celui de nous permettre de rester cohérent avec cet état de fait ; un état de fait qui s'impose donc à nous ; un état de fait qu'il serait très difficile, pour ne pas dire presque impossible, de changer, quel qu'en soit notre désir. Que nous le déplorions ou non, nous nous devons donc de l'assumer pour ne pas risquer la schizophrénie.

Mettons fin à l'irresponsabilité de certains dirigeants ou employés ! Pour cela, mettons en place, en faveur des dirigeants des systèmes de rémunération très généreux mais risqués, constitués de salaires faibles et d'une participation variable au Profit Économique de l'entreprise afin de les faire profiter de la Création de Valeur qu'ils apportent aux investisseurs ! Que les dirigeants étendent ensuite à l'ensemble du personnel les bénéfices d'un tel système de rémunération ! Les investisseurs à la base de la création et du développement des entreprises ne demandent que cela. À l'expérience, les dirigeants et le personnel des entreprises apprécieront les avantages qu'ils retireront d'un tel système.

3 Mise en œuvre

3.1 Exemples

Un exemple simple illustrera quelques propriétés assez peu courantes et néanmoins désirables que le système novateur de rémunérations proposé ici permet d'atteindre. Ces chiffres sont exprimés en une unité monétaire inconnue puisqu'ils ne sont pas censés donner des ordres de grandeur.

NIVEAU	Nombre	PE ou ΔPE	%	Bonus Niveau	Bonus Individuel	Salaire	Rémunération	Part Variable
PDG	1	2 500 000	10 %	250 000	250 000	250 000	500 000	50 %
Division A		– 1 500 000						
Division B		4 000 000						
Directeur	1		8 %	320 000	320 000	225 000	545 000	59 %
Cadres	4		9 %	360 000	90 000	150 000	240 000	38 %
Maîtrise	10		9 %	360 000	36 000	100 000	136 000	26 %
Employés	44		14 %	560 000	12 727	75 000	87 727	15 %
TOTAL	59		50 %	2 000 000	ÉCART	3,00	6,21	

Tableau 19 : Exemple de système de rémunération

Les rémunérations sont beaucoup plus élevées que les salaires car on y ajoute une part variable représentant une proportion substantielle du total. Un écart de salaires « faible » se trouve amplifié en un écart de rémunérations « important ». Le total des répartitions atteint la moitié de la valeur créée avec des pourcentages supérieurs pour les niveaux hiérarchiques inférieurs (il reste l'autre moitié de la valeur créée au-delà du Coût du Capital pour les investisseurs). La rémunération du PDG, dont le salaire est certes le plus élevé, est inférieure à celle du Directeur de la Division B, créatrice de valeur : il est juste en effet que le PDG supporte les conséquences de la destruction de valeur de la Division A dont il a aussi la responsabilité.

Le Directeur de la Division B n'a pas à être pénalisé par le fait que la division A détruit de la valeur, c'est la responsabilité du PDG. Les deux divisions sont totalement indépendantes (ce sont deux Rivières de Valeur distinctes), c'est pourquoi le système peut être ainsi conçu.

Si le Profit Économique de la Division A était de + 1 500 000, le bonus du PDG serait 550 000 pour aboutir à une rémunération de 800 000, faisant de lui le mandataire le mieux rémunéré de l'entreprise. En toute justice et toute transparence.

Il ne tient qu'au PDG que la division A au lieu d'être en perte économique dégage un Profit Économique positif et que son bonus personnel augmente ainsi que sa part variable qui représenterait alors 70 %.

Si, dans un tel système, une rémunération venait à atteindre les montants astronomiques lus ici ou là, personne n'y trouverait à redire, ni les autres mandataires, ni surtout les mandants.

Par ailleurs, on trouvera ci-après un exemple de système de compte en banque fictif, tel qu'évoqué ci-dessus.

ANNÉE	1	2	3	4
SOLDE INITIAL	0	67	111	141
BONUS DÉCLARÉ	100	100	100	– 50
TOTAL	100	167	211	91
BONUS PAYÉ (1/3)	33	56	70	30
SOLDE FINAL	67	111	141	61

Tableau 20 : Mécanisme du compte bancaire fictif

Un tel système instille une vision à long terme très pertinente pour les entreprises. En effet le bonus déclaré d'une

année donnée n'est payé à 90 % que sur les 6 années suivantes (Cf. exemple ci-après) avec le taux de distribution de 33,33 % de cet exemple.

ANNÉE	SOLDE INITIAL	PAIEMENT
1	100	33
2	67	22
3	45	15
4	30	10
5	20	7
6	13	4
7	9	etc.

Tableau 21 : Différé de paiement à long terme du bonus d'une année

Dans le bâtiment on peut définir des cycles de quatre ou cinq ans et ainsi lisser un système sur l'ensemble de la durée du cycle. L'automobile a des cycles de sept, huit ans. Dans ce genre d'industrie, un système de compte en banque fictif comme celui-ci permet de rémunérer les dirigeants et employés sur des moyennes pluriannuelles de résultats sur un cycle complet.

Il convient de noter toutefois qu'un système de compte en banque fictif peut s'appliquer à tout type d'entreprise de tout secteur, même non cyclique.

En fonction des caractéristiques de chaque entreprise, chaque métier, chaque secteur, s'il y a une volonté politique des dirigeants, toute entreprise peut analyser et trouver un système adéquat.

Il est vrai que cette démarche est novatrice et va à l'encontre de beaucoup d'idées reçues. Mais quantité d'entreprises l'ont mise en place et s'en trouvent satisfaites.

3.2 Cas particuliers de rémunérations variables

Différents types de rémunération variable liée à la Création de Valeur sont possibles en fonction des niveaux hiérarchiques. Nous ne traiterons pas des systèmes aux vertus plus psychologiques que quantitatives : larges plans d'actionnariat du personnel ou cadeau d'une action à chaque salarié. Ces différents types ne sont pas exclusifs les uns des autres, pour tenir compte de situations particulières individuelles ou collectives. Ces différents types tracent un parallélisme entre

la hiérarchie de responsabilité et le risque des rémunérations associées.

Pour les employés, l'intéressement devrait être beaucoup plus utilisé qu'il ne l'est aujourd'hui. Les modalités de calcul et les critères de répartition peuvent être différenciés par « unités de travail » selon la Loi (nos Rivières de Valeur) : le Profit Économique peut donc en constituer l'assiette. Les plafonds (global à 20 % de la masse salariale et individuel à 50 % du plafond annuel de la Sécurité Sociale soit environ 14 000 € aujourd'hui) autorisent donc une distribution pour cette catégorie de salariés que personne ne pourrait qualifier de cacahuètes, par référence à l'aphorisme anglo-saxon évoqué cidessus. De plus ces plafonds ne constituent en aucun cas une limite supérieure, mais seulement le montant donnant droit à exonérations sociales et fiscales. Rien n'interdit à une entreprise de distribuer des sommes supérieures : elles seront taxées comme tout autre élément salarial. Ce système est peu risqué puisqu'il est borné à la baisse et éventuellement à la hausse. Il s'applique bien à un niveau de salaire faible, donc à une catégorie de salariés ayant *a priori* un appétit pour le risque faible.

Pour les cadres ayant des responsabilités générales sur une Rivière de Valeur, des bonus individuels importants reposant sur le Profit Économique de « leur » Rivière de Valeur devraient être mis en place, comme indiqué précédemment. Pour les autres types de cadres, par exemple des commerciaux, on préférera des bonus importants reposant en grande majorité sur leur contribution au Profit Économique de « leur » Rivière de Valeur avec une petite part fonde sur la performance de l'unité à laquelle ils appartiennent (afin de contribuer à la formation d'un esprit d'équipe). Ces bonus étant sans limite ni à la hausse ni à la baisse (grâce par exemple à un compte en banque fictif permettant l'imputation de bonus négatifs), il s'agit d'un système assez risqué correspondant bien au dynamisme qu'une entreprise est en droit d'attendre de cette catégorie de salariés.

Pour les dirigeants, une partie de ces bonus (par exemple 40 %) devrait être consacrée à l'achat de *stock-options*. Une option ayant une valeur (calculable par exemple grâce à la formule de Black et Scholes), la liste des bénéficiaires et le nombre d'options attribuées seraient ainsi rationalisés.

En dépit d'une certaine croyance, les *stock-options* ne répondent pas à la préoccupation de motivation des salariés en général. Et ce pour six raisons :

- la performance globale de l'entreprise est trop éloignée de la responsabilité d'un salarié donné, hormis le PDG qui est le seul à avoir une responsabilité globale (avec éventuellement quelques autres dirigeants). Ainsi un salarié pourra être tenté de se reposer sur ses collègues pour assurer la bonne marche de l'entreprise et toucher le fruit du travail des autres.
- la valeur de l'entreprise est un concept externe que beaucoup de salariés ont encore du mal à corréler à des leviers internes à l'entreprise et donc concrètement en leur pouvoir. Ces salariés resteront perplexes devant ces *stock-options* : que puis-je faire pour les valoriser ?
- la valeur de l'entreprise est fortement influencée par de nombreux paramètres : imposition, inflation, intérêt, changes, croissance, matières premières, etc. qui la rendent particulièrement volatile.
- si les *stock-options* sont données comme aujourd'hui, plutôt qu'achetées comme proposé, elles n'ont aucune valeur pour le salarié qui les reçoit. Si elles valent quelque chose, tant mieux c'est toujours cela de gagné ; si elles ne valent rien, tant pis elles ne m'ont rien coûté !
- leur prix d'exercice est souvent inférieur au cours du moment. Les dirigeants n'ont donc aucune incitation à créer de la valeur. Ils seront gagnants même si le cours ne progresse pas. Ces options constituent donc un très mauvais signal pour les investisseurs. Les dirigeants seront récompensés alors même qu'eux seront perdants. Toutefois on peut pallier cet inconvénient en mettant en place des systèmes de *stock-options* au prix d'exercice escaladant avec le passage du temps et en ligne avec une juste rémunération des investisseurs, soit le Coût du Capital.
- leur valorisation dans des entreprises non cotées n'est pas aisée et leur exercice encore moins (liquidité des actions reçues après exercice).

Le risque de ce type de rémunération est plus élevé car il comporte un investissement des bénéficiaires qui est mis en jeu sur le long terme. Toutefois cet investissement est limité à la prime de l'option qui n'est qu'une fraction de la valeur de l'action sous-jacente.

L'inconvénient des *stock-options* est que le gain tiré par le bénéficiaire est borné à la baisse au montant de l'investissement correspondant (le montant payé pour la prime d'option – éventuellement zéro si elles ont été données). Le risque supporté par le bénéficiaire au titre de cet élément de

rémunération n'est donc pas symétrique de celui que prend l'investisseur au titre de son investissement dans l'entreprise. Une façon de résoudre cette asymétrie est de faire acheter aux mandataires sociaux des actions de l'entreprise (toujours avec une partie pré-déterminée de leur bonus). Leur risque serait alors beaucoup plus élevé puisque le montant de leur investissement initial serait de 100 % de la valeur de l'action et non plus seulement d'une fraction. Statutairement un mandataire social doit d'ailleurs posséder un certain nombre d'actions de l'entreprise : dans la pratique ce nombre est symbolique et ces actions sont le plus souvent données.

Pour tous ces systèmes, la notion de risque doit se référer à la situation du salarié concerné. Tel salarié ayant pour seul patrimoine sa résidence principale (dont le crédit n'est peut-être pas encore échu) sera plus en risque avec 100 000 € d'actions investies dans l'entreprise que tel autre ayant investi 300 000 € qui ne représentent que 10 % de son patrimoine personnel. En conséquence, l'actionnariat généralisé des employés ne peut être à nos yeux que strictement symbolique.

Ces systèmes doivent être répétés annuellement afin de ne pas figer la situation d'un instant donné. C'est malheureusement le cas des RES : cette transaction crée une différence entre les salariés pré et post opération (ce qui limite l'embauche de nouveaux talents tout en constituant un frein au départ des anciens alors même que leur contribution à la Création de Valeur n'a peut-être pas évolué favorablement), en raison de la divergence existant entre le montant investi dans l'opération résultant de la capacité contributive de la personne concernée à la date de l'opération d'une part et d'autre part la contribution récurrente de cette même personne à la Création de Valeur mesurée par le Profit Économique généré. Un RES n'est pas exclusif de la mise en place de systèmes de bonus variables comme décrit précédemment pour bien faire la distinction entre la rémunération en tant qu'investisseur et celle en tant que dirigeant ou employé.

Ces montants ne peuvent résulter que d'une étude individualisée. Le DRH concerné doit se demander : compte tenu de toutes les caractéristiques de ce salarié (âge, ancienneté, diplôme, situation patrimoniale et familiale, expérience passée, ambition pour le futur, valeur sur le marché du Travail, situation concurrentielle, salaire fixe, etc.) et compte tenu des objectifs qui lui ont été fixés, quel est le montant de bonus variable qui le motivera suffisamment pour qu'il donne le

meilleur de lui-même ? Selon les cas, la réponse sera deux mois ou un an de salaire.

Des variantes permettent de prendre en considération des aspects qualitatifs, de susciter la coopération entre des départements situés à un même niveau de l'organisation, de constituer des « *pools* » de rémunération à répartir aux bénéficiaires d'un département, de mettre en place des systèmes de « *stock-options* » fondés sur des succédanés d'actions (nous les qualifions : DRA – Droits à Revalorisation d'Actions), de simuler des LBO pour profiter des avantages de ces structures sans souffrir de leurs inconvénients.

De plus, tous les cas particuliers doivent être envisagés et correctement documentés : quid du transfert d'un employé d'une Rivière de Valeur à une autre (clause d'héritage sur la Rivière de Valeur quittée et montée en puissance progressive sur celle d'arrivée), quid du décès d'un employé ou de son licenciement ou de sa démission ou de son départ à la retraite (qu'advient-il du bonus et du solde de son compte en banque fictif ?)…

Comme pour l'ensemble des dirigeants : « l'imagination des DRH au pouvoir »

 Coopérations entre le DAF et le DRH

Pour la mise en place des rémunérations variables, le Directeur Financier doit collaborer avec le Directeur des Ressources Humaines. Ensemble, ils doivent sortir des solutions de facilité résidant dans des augmentations générales de salaires. Ensemble ils doivent explorer toutes les options évoquées ci-dessus au regard de la Création de Valeur bien sûr, mais aussi en fonction de toutes les réglementations fiscales, sociales, des pays où l'entreprise est implantée.

Le mot d'ordre du nouveau système de rémunération doit être la simplicité. Il doit être aisément compris de tous les intéressés. Comme nous aimons à dire en forçant à peine le trait : une personne doit prendre une décision après avoir calculé le PE correspondant et dans la foulée calculer le montant du bonus que la réalisation de cette action va lui rapporter à titre personnel.

On s'attachera aussi à une certaine progressivité dans la mise en place de tels systèmes de rémunérations variables. Il faut progresser de haut en bas de la hiérarchie. Ceci ira de pair avec la décomposition de plus en plus fine en Rivières de

Valeur puis aux réflexions sur l'Hydrographie de la Valeur. Les systèmes de gestion tant pour l'Évaluation des performances que pour la Participation à la Création de Valeur générée doivent suivre ces évolutions.

Ensemble le DAF et le DRH devront monter les actions de formation à la fois sur les aspects d'Évaluation et de Participation, requises pour sensibiliser les salariés progressivement à cette philosophie et qu'ils y adhérent de bon gré.

Le DRH deviendra de ce fait l'animateur du nouveau langage, celui qui fera vivre la nouvelle culture de l'entreprise à travers maintes opérations : communication, boîtes à idées…

L'entreprise pourra ainsi se lancer dans un cercle vertueux qui lui sera profitable ainsi qu'à ses dirigeants et employés et à travers tous ces acteurs économiques au pays tout entier.

Une entreprise dégageant de bonnes performances économiques, rémunère mieux ses salariés ; elle peut ainsi attirer plus et de meilleurs talents en leur offrant des perspectives intéressantes tant monétaires que de carrière ; elle génère ainsi plus d'opportunités de croissance rentable ; sa performance économique ne peut que s'améliorer encore plus ; elle aura besoin d'embaucher à nouveau…

Le DAF et le DRH ont, à travers ces outils de rémunération qui constituent la clé de voûte d'un Système de Gestion par la Valeur, la meilleure arme anti-OPA qui soit. La seule qui soit véritablement efficace à long terme : pourquoi changer une équipe qui gagne et comment rentabiliser une acquisition payée au prix fort (comment dégager des synergies supplémentaires par rapport à des performances déjà excellentes) ?

Le Profit Économique apporte des réponses à toutes les questions qu'on doit se poser à propos de la Création de Valeur : pourquoi, où, quand, comment, qui, pour qui…

1 Mise en œuvre

1.1 Implication de la direction générale

La condition *sine qua non* pour la mise en place de la Création de Valeur dans l'entreprise est l'implication totale de la direction générale. Car même si le DAF peut et doit être un moteur ou un aiguillon dans la mise en place d'un Système de Gestion par la Valeur, il est impératif que la direction générale soit mobilisée afin d'arbitrer et d'obtenir un consensus auprès de toutes les équipes : en effet nous avons vu que cela constituait un projet d'entreprise qui va bien au-delà de la seule direction financière.

L'implication de la direction générale est cruciale. D'abord, elle est l'interlocuteur privilégié des investisseurs et analystes financiers. Ensuite, la culture et le fonctionnement de l'entreprise sont modifiés puisque l'on touche à son référentiel de mesure, à son mode de planification, à son niveau éventuel de décentralisation et au statut des employés qui peuvent passer de salarié à « intrapreneur » (partenaire éventuellement détenteur d'actions de l'entreprise…). Enfin, son propre mode de rémunération peut être sensiblement modifié.

1.2 Nomination d'un Monsieur Valeur

Une entreprise peut mener seule un tel projet, si elle est prête à investir le temps et l'énergie nécessaires. Toutefois l'apport de consultants peut être aussi utile ici que dans tout autre domaine similaire, notamment pour simplifier le système d'Évaluation, concevoir le système de Participation ou former le chef de projet.

En effet, même si l'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur se fait avec l'aide de consultants externes, le DAF, agissant par délégation du comité directeur dans son ensemble, ne peut que la piloter de manière stratégique. Il lui faut nommer un chef de projet (un Monsieur Valeur) qui consacre une bonne partie de son temps à la gestion quotidienne de la mission d'implantation.

Cette personne clé doit posséder une culture financière lui permettant d'assimiler les principes de la méthode. Mais il doit aussi savoir prendre du recul par rapport à la technique financière, être bien introduit auprès des opérationnels et comprendre leur métier. Il doit par ailleurs disposer d'une crédibilité suffisante pour accompagner les éventuelles adaptations de la culture d'entreprise auxquelles cette méthode peut conduire. Car la personnalisation de la Création de Valeur pour l'appliquer à chaque entreprise doit toujours se faire en assurant néanmoins son intégrité découlant des enseignements de la théorie de la Finance.

L'accent est placé en permanence sur des simulations, études de cas et interactions avec la direction générale de l'entreprise et des subdivisions concernées. Une variété de médias est employée pour communiquer la Création de Valeur aux cadres, au personnel, au Conseil d'Administration de l'entreprise et à la communauté financière, pour les informer ou les former à son utilisation. Le Monsieur Valeur doit donc être l'interlocuteur de toutes ces instances tout au long de la mission, recueillir leurs desiderata, s'assurer de leur incorporation effective dans le Système de Gestion par la Valeur, optimiser l'adhésion des dirigeants et personnels concernés…

1.3 Durée

La mise en place peut être délibérée et progressive en recherchant l'adhésion de tous les acteurs. Elle suppose de tester les nouvelles méthodes de mesure, d'orienter les plans stratégiques, de faire évoluer les outils du pilotage et de changer les systèmes de rémunération.

Dans certains cas, malheureusement, elle peut également être radicale, car imposée par l'actionnaire. Un Système de Gestion par la Valeur accompagne alors cette rupture en donnant une nouvelle ambition à l'entreprise.

La durée de mise en place varie selon la taille de l'entreprise. Pour de très grands groupes multinationaux avec des marchés très variés, il faut compter au maximum deux ou trois ans. Pour une PME mono marché, mono produit, trois-quatre mois suffiront. La majorité des cas d'implantation assez complète se fait en un an pour des entreprises réalisant déjà des Chiffres d'Affaires importants.

L'expérience suggère fortement que les avantages tirés de l'adoption de la Création de Valeur s'accroissent au fur et à mesure de l'implantation successive des différentes étapes d'un Système de Gestion par la Valeur. L'utilisation approfondie de la Création de Valeur plutôt que son utilisation épisodique est un des facteurs clés de succès. Il est donc toujours recommandé d'implanter la totalité d'un Système de Gestion par la Valeur **à terme.** Cependant cette implantation peut se faire avec toute la progressivité désirée : échelonnement et étalement des phases, application de ces phases à différents niveaux hiérarchiques : direction générale, cadres supérieurs, ensemble de l'encadrement, ensemble du personnel…

1.4 Formation/ateliers de réflexion

La mise en place de la Création de Valeur représente une évolution culturelle majeure dans la vie de l'entreprise surtout dans nos cultures européennes. Elle passe par un dialogue permanent. Il faut parler, expliquer, former à cette nouvelle philosophie, à ces nouveaux concepts. Il y a tellement de préjugés que le seul moyen de les vaincre est de convaincre.

Les acteurs impliqués doivent être correctement formés pour être capables d'assimiler les indicateurs de mesure de leur propre performance, d'identifier les leviers de Création de Valeur dont ils disposent et d'en comprendre l'impact sur leur rémunération. C'est la condition pour qu'ils adhèrent à la démarche.

Il faut que les sessions de formation des employés se transforment dans ce contexte en sessions d'expression d'idées. Après leur avoir expliqué les concepts, il faut leur demander « à votre niveau que pensez-vous pouvoir faire » ?

Il faut former les salariés, on le voit avec l'informatique. Les ordinateurs sont utilisés à 20 % des capacités. Pourquoi ?

Parce que l'utilisateur n'est pas formé, il ne connaît pas les fonctionnalités et quand bien même il en aurait entendu parler, il ne sait pas les utiliser. Si ces freins étaient levés de nouvelles idées d'utilisation de l'informatique verraient le jour. De même la Création de Valeur donne des outils dont on peut tirer des avantages très concrets, mais on ne peut le faire que si tout le monde est formé et informé. Là se joue le succès de l'implantation de la méthode : dans la diffusion des outils et la compréhension intime de leur utilité.

Un tel processus de formation nécessitant du temps et de l'argent, il convient de le rentabiliser en transformant ces formations en ateliers de réflexion et d'action. Il est indispensable que des utilisations concrètes et directement applicables de la Création de Valeur sortent de ces sessions de diffusion du Système de Gestion par la Valeur adopté par l'entreprise. C'est le passage de l'idée à l'action. Il faut vaincre les habitudes par la compréhension de tous et y intégrer les intérêts de chacun.

2 Limites

La principale limite technique, commune à toutes les variantes d'Évaluation de la Création de Valeur, tient à la difficulté d'évaluer le Coût du Capital. En théorie, le calcul devrait se fonder sur des données prospectives, contestables par nature. Dans la pratique, ce sont des séries chronologiques passées qui sont utilisées : l'hypothèse implicite est que demain ressemblera à hier, ce qui dans un contexte de fortes turbulences constitue une hypothèse discutable. Le risque majeur est celui du sous-investissement ou du sur-investissement.

Les retraitements à opérer sont une autre source de difficulté, que ce soit sur les Capitaux Investis ou le REMIC. Ils restent complexes et soumis au jugement de la direction de l'entreprise. De plus, ils sont rarement explicités et rendent donc les comparaisons entre entreprises difficiles pour des observateurs extérieurs.

La mesure instantanée du Profit Économique doit en outre être interprétée avec prudence : elle n'a aucune valeur prédictive ; elle n'est pas non plus suffisante pour déterminer la Valeur de Marché de l'entreprise, celle-ci étant fondée sur des projections de Profits Économiques futurs.

En outre, un Système de Gestion par la Valeur ne peut remédier à la faiblesse, voire à l'absence de vision stratégique. Car

pour créer de la valeur, il faut savoir s'engager dans des stratégies innovantes et non se focaliser sur la seule recherche de l'efficience.

3 Avantages

Des centaines d'entreprises représentant plusieurs milliers d'applications différentes dans le monde (en raison de la multiplicité des Rivières de Valeur en leur sein) peuvent témoigner de la réalité des avantages de la Création de Valeur et de la rapidité de leur obtention.

Ces entreprises sont très diverses :

- de toute taille (de quelques dizaines de millions d'Euros de chiffre d'affaires à plusieurs dizaines de milliards),
- de tout pays et donc de toute culture (USA, Royaume-Uni, Allemagne, Suède, Turquie, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle Zélande, Singapour, Mexique, Brésil, Colombie, sans oublier la France bien sûr, etc.),
- de tout secteur (agroalimentaire, informatique-télécommunications, bois-papier, pétrole chimie pharmacie, biens d'équipement, biens de consommation, distribution, services, banque, assurance, etc.).

Les entreprises ayant adopté explicitement une démarche de Création de Valeur affichent des performances économiques en progression et supérieures à celles de leurs pairs. Cela c'est traduit par une sur-performance de leur cours boursier très important pour celles déjà cotées en Bourse. Les entreprises non cotées en Bourse peuvent, grâce à l'excellence des performances économiques dégagées à la suite de l'implantation d'un Système de Gestion par la Valeur, se poser la question de l'entrée d'un investisseur financier dans leur paysage actionnarial ou celle de leur propre introduction en Bourse : ces événements se réaliseraient alors dans les meilleures conditions. Optimum quantitatif : de plus en plus d'investisseurs s'intéressent aux entreprises qui se préoccupent de ce genre de performance économique. Optimum qualitatif aussi : cet accès au marché financier se fait au meilleur prix.

De tous les avantages qu'apporte la Création de Valeur aux entreprises qui l'adoptent, le plus important est celui de leur permettre un accès aux marchés des capitaux meilleurs tant en termes de quantité qu'en termes de prix. En effet de nombreux institutionnels favorisent dans leurs investissements les entreprises ayant adopté la Création de Valeur ou sélec-

tionnent leurs investissements sur cette base. De plus la Création de Valeur améliore la qualité du dialogue entre une entreprise et les analystes influents. De nombreux bureaux d'analyse financière dans le monde entier appliquent cette méthodologie pour émettre leurs recommandations. L'immense majorité des entreprises qui appliquent ce genre de méthode deviennent les « coqueluches » des analystes financiers.

Répondant à la préoccupation essentielle des investisseurs, elle facilite le dialogue avec la communauté financière (investisseurs eux-mêmes ou analystes financiers) et avec les organes internes de décision et de contrôle (Conseil d'Administration et Assemblée). La communication interne aussi se trouve considérablement améliorée.

Dans un tel contexte d'excellence de la performance économique, la notion de dilution du capital et donc de contrôle sur le capital social ne se pose plus. La performance économique assure de manière radicale l'inutilité de toute action extérieure à l'entreprise, que ce soit en Assemblée ou en Conseil. En effet, de toutes les mesures anti-prise de contrôle possibles, la seule véritablement et durablement efficace est la Création de Valeur.

Les décisions de l'entreprise s'en trouvent rationalisées : à terme, la gestion des actifs et l'utilisation des ressources financières est optimisée. La Création de Valeur incite tous les acteurs concernés à se comporter en entrepreneurs (en « propriétaires »), maîtres de leur environnement immédiat (et non en « locataires »). On attend ainsi, grâce à cette méthode, une amélioration des performances qui n'intéressent pas seulement les investisseurs mais aussi tous les dirigeants et employés de l'entreprise grâce à des rémunérations en hausse en raison d'une performance économique excellente.

4 La Création de Valeur : grammaire ou poésie ?

Une méprise, malheureusement fort généralisée, considère que la Création de Valeur est une question d'Évaluation de performance alors qu'en fait, il s'agit essentiellement d'une question de culture. C'est confondre grammaire et poésie.

Certes les poètes se doivent de respecter la grammaire. Encore le terme de « licence poétique » jette-t-il un voile de Noé sur leurs entorses épisodiques à la syntaxe. La Gram-

maire n'est en effet qu'un outil pour que le génie de l'écrivain produise son œuvre. Cet outil est à son service et n'est pas là pour brider son inspiration. Mais cet outil n'est pas le seul dont ait besoin le poète pour écrire. Il lui en faut quelques autres qui ont pour nom : vocabulaire, prosodie, versification, etc. Et surtout du génie et de l'inspiration : la muse !

Cette image trouve bien entendu très rapidement ses limites lorsqu'on l'applique à la Création de Valeur. Mais le lecteur voudra bien peut-être lui trouver quelque intérêt.

5 Rôle du DAF

5.1 Évaluer la Création de Valeur n'est pas créer de la Valeur

Une fois que la direction financière a mesuré le Profit Économique et donc la Création de Valeur, a-t-elle fait quelque chose de plus ou de différent pour faire en sorte que cette Création de Valeur existe, se pérennise, croisse ? Non, bien sûr ! Un diagnostic n'est pas un plan d'action.

La Création de la Valeur doit susciter un véritable Système de Gestion par la Valeur régissant l'ensemble des procédures de chaque entreprise : plan, budget et allocation de ressources. Elle est alors employée au niveau de toute prise de décision pour guider les dirigeants et le personnel vers la maximisation de la performance économique.

5.2 La Création de Valeur par la Stratégie

Le directeur financier doit accélérer l'orientation de la Stratégie de l'entreprise vers plus de Création de Valeur. Pour cela, il faut d'abord transformer la Création de Valeur en un véritable outil de gestion, de décision, d'action, bref de gestion stratégique : diagnostic stratégique ; optimisation du portefeuille d'activités ; *benchmarking* avec des pairs ; structure financière ; investissements et acquisitions, désinvestissements, alliances ; indicateurs d'un tableau de bord stratégique ; fixation d'objectifs en fonction des attentes des investisseurs ; plan ; communication externe et interne ; contrôle de gestion stratégique...

5.3 La Création de Valeur par les Opérations

Le directeur financier doit contribuer à la gestion par la Création de Valeur des Opérations de l'entreprise en en décentra-

lisant la responsabilité. Pour cela, il importe de raisonner au niveau le plus fin possible afin de déboucher sur des leviers de Création de Valeur concrets et parlants pour les opérationnels. Il aura donc fallu au préalable mesurer le Profit Économique et donc la Création de Valeur à ce même niveau de détail et ne pas se contenter d'une mesure agrégée au niveau consolidé d'un groupe.

5.4 La Création de Valeur par la Participation

Le directeur financier doit faire accéder les dirigeants et employés de l'entreprise à une Participation à la Création de Valeur qu'ils génèrent. Pour que la Création de Valeur s'améliore, il faut aussi en faire un outil de rémunération des dirigeants et employés.

Enfin et surtout, la Création de Valeur passe par l'instauration dans l'entreprise d'une culture qui intègre tout ce qui précède. Tout employé à son niveau, tout dirigeant, doit se comporter comme un entrepreneur. La Création de Valeur est donc une culture de progrès continu, de décentralisation, de responsabilisation, de vision à long terme, d'association à un but commun, de partenariat dans une mission commune. En bref des dirigeants et des employés qui pensent, agissent et sont payés en propriétaires (le locataire ne se comporte pas vis-à-vis de son logement comme le propriétaire vis-à-vis du sien). Pour cela il faut sensibiliser, informer, former chaque personne concernée à tout ce qui précède en déclinant chaque élément à son niveau.

5.5 La Création de Valeur : la Mission de l'entreprise

Aucun dirigeant d'entreprise n'avouera vouloir explicitement détruire de la valeur. Pourtant, bien souvent, il s'attaque plus aux symptômes qu'à la maladie. En effet, les dirigeants pensent souvent que la question est technique. La vraie question est culturelle.

La question n'est pas de respecter de manière plus ou moins stricte une grammaire. La question est d'écrire de la belle poésie.

Il s'agit d'accroître et de pérenniser la Création de Valeur des entreprises pour le plus grand bien de leur environnement : leurs clients, leurs fournisseurs, leurs actionnaires, leurs créanciers, les Sociétés ou Pays ou Économies dans lesquelles elles agissent, et aussi, et surtout, leurs dirigeants et employés !

Achevé de rédiger le 15 août 2000 à Champvert-Nièvre

ANNEXES

Annexe I

Équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et celle des Profis Économiques

Annexe II

Impact sur la Création de Valeur des variations du Taux d'Impôt sur les Sociétés

Annexe III

Théorème de Bogliolo

Annexe IV

Croissance du Profit Économique

ANNEXE 1

Équivalence entre l'actualisation des Flux de Trésorerie Disponibles et celle des Profits Économiques

L'actualisation des Profits Économiques s'écrit mathématiquement comme suit :

$$VM = CI_0 + \sum_{t=1}^{n} \frac{PE_1}{(1 + cmc)^t} + \frac{VT}{(1 + cmc)^n}$$

Figure 44 : Équation Actualisation des PE

Afin de ne pas compliquer inutilement la démonstration, nous nous limiterons au cas simple d'un investissement unique en début d'analyse. La généralisation de la démonstration ne pose aucun problème particulier, au-delà de l'alourdissement des équations par la multiplication de leurs termes.

Posons à nouveau l'équation fondamentale de la Finance moderne, de manière légèrement différente :

$$\begin{aligned} CVE &= VM - CI_0 \\ &= -CI_0 + FTD_1/(1 + cmc) + FTD_2/(1 + cmc)^2 \\ &\quad + \ldots + (FTD_n + VT_n)/(1 + cmc)^n \end{aligned}$$

Figure 45 : Équation Actualisation des FTD revisitée

avec les notations traditionnelles :

VM : valeur actuelle nette à l'instant 0 calculée au taux d'actualisation cmc des FTD.

Les indices se réfèrent aux instants successifs 1, 2…, n.

I : investissement de l'instant considéré ; par définition même, on a :

$I_0 = CI_0$ les Capitaux Investis du départ

FTD_i : Flux de Trésorerie Disponible de la période comprise entres les instants i – 1 et i, conventionnellement compté comme généré en fin de période, à l'instant i.

VT : valeur finale de l'investissement initial en fin de période d'étude, éventuellement 0 si la période d'étude est poussée à l'infini.

cmc : Coût Moyen du Capital pris comme taux d'actualisation.

Par construction même le Flux de Trésorerie Disponible s'exprime de la manière suivante :

$$\boxed{FTD = + P - C - I}$$

Figure 46 : Équation Flux de Trésorerie Disponible – Annexe

avec :

P : produits monétaires d'exploitation.

C : charges monétaires d'exploitation.

I : investissement de la période ; ici nul puisqu'on suppose un seul investissement en début d'analyse.

Donc, on peut réduire FTD = + P – C.

En mathématiques financières, on peut « étaler », en amortissement de principal plus les intérêts correspondants (à un taux d'intérêt quelconque), tout montant d'un instant donné en une chronique de montants à des instants ultérieurs dont la valeur présente, calculée avec un taux d'actualisation égal au taux d'intérêt en question, est identique : principe de base d'un des plus vieux métiers du monde, à savoir la Banque.

Donc, on peut écrire :

$$\begin{aligned} CI_0 = {} & (A_1 + cmc*CI_0)/(1 + cmc) \\ & + (A_2 + cmc*(CI_0 - A_1))/(1 + cmc)^2 \\ & + \dots \\ & + ((A_n + cmc*(CI_0 - A_1 - A_2 - \dots A_{n-1})) + VF_n/(1+cmc)^n \end{aligned}$$

Figure 47 : Équation Étalement CI_0

avec :

A_i : amortissement de principal de l'instant i, les intérêts de ce même instant étant calculés au taux cmc appliqué au principal restant en début de période, à savoir

$$CI_0 - A_1 - A_2 - \ldots - A_{i-1}$$

Le principe de Lavoisier s'appliquant ici aussi (rien ne se crée, rien ne se perd, tout se transforme), il faut bien entendu que la somme des A et de VT soit égale à I : on ne rembourse ni plus ni moins que le montant emprunté. C'est à dire que soit les A et VT sont nuls au-delà d'un certain instant si la période d'analyse est plus longue que l'amortissement, soit VT équivaut au « principal restant dû » en fin de période d'analyse.

Cette identité est valable quelle que soit la chronique d'amortissements A choisie : linéaire, dégressive (comme en fiscalité), progressive (pour avoir des annuités totales égales)…

En introduisant cette écriture de CI_0 et la définition des FTD dans la première équation et en arrangeant les termes par instant i, on obtient :

$$\begin{aligned} CVE = & + (P_1 - C_1 - A_1 - cmc{*}CI_0)/(1 + cmc)) \\ & + (P_2 - C_2 - A_2 - cmc{*}(CI_0 - A_1))/(1 + cmc)^2 \\ & + \ldots \\ & + ((P_n - C_n - A_n - cm{*}(CI_0 - A_1 - A_2 - \ldots - A_{n-1})) + VF_n)/(1 + cmc)^n \end{aligned}$$

Figure 48 : Équation CVE après étalement CI_0

Or les termes : P – C – A – cmc*K ne sont autres que les Profits Économiques de la période considérée si cmc est bien le Coût Moyen du Capital. Car A est bien l'amortissement économique déduit après les produits et charges monétaires d'exploitation pour arriver au REMIC. Et K est bien le Capital engagé dans l'exploitation en début de période auquel on applique le Coût du Capital pour arriver au Profit Économique à partir du REMIC.

Donc, on peut écrire :

$$CVE = PE_1/(1 + cmc) + PE_2/(1 + cmc)^2 + \ldots + (PE_n + VF_n)/(1 + cmc)^n$$

Figure 49 : Équation CVE avec PE

Soit

$$VM = CI_0 + PE_1/(1 + cmc) + PE_2/(1 + cmc)^2 + \ldots + (PE_n + VF_n)/(1 + cmc)^n$$

Figure 50 : Équation Équivalence FTD-PE

CQFD.

ANNEXE II

Impact sur la Création de Valeur des variations du Taux d'Impôt sur les Sociétés

Rappelons tout d'abord la définition du Profit Économique (PE).

$$PE = REMIC - cmc * CI$$

Figure 51 : Équation Définition du PE

Le Coût Moyen du Capital peut être exprimé à partir du Coût de l'Actif Économique (cae) comme suit, :

$$cmc = cae * (1 - tis * DF/CI)$$

Figure 52 : Équation Définition du cmc par le cae

Or le REMIC, qui est un montant net d'impôt, peut s'écrire en partant du brut (RE ou Résultat d'Exploitation) :

$$REMIC = RE * (1 - tis)$$

Figure 53 : Équation Définition du REMIC par le RE – Rappel

En mélangeant ces différentes équations, on arrive à la formulation suivante :

$$PE = (RE - cae * CI) - tis * (RE - cae * DF)$$

Figure 54 : Équation Nouvelle écriture du PE

Donc la variation du Profit Économique en fonction de la variation de l'impôt est :

$$dPE/dtis = -(RE - cae * DF)$$

Figure 55 : Équation Variation PE en fonction variation tis

Cette quantité sera négative, c'est-à-dire que le Profit Économique croîtra avec une baisse de l'impôt, lorsque le Résultat d'Exploitation est suffisant pour couvrir le coût de la dette non pas à son taux d'intérêt facial mais au Coût de l'Actif Économique : RE > cae * DF

C'est-à-dire que le Résultat d'Exploitation doit être non seulement suffisant pour couvrir les frais financiers au Coût Brut de la Dette mais aussi au Coût de l'Actif Économique qui en règle générale est substantiellement supérieur.

L'entreprise doit faire un résultat comptable positif suffisant pour rémunérer ses créanciers à un taux économique. Fort heureusement, ceci est généralement le cas. Donc, cette quantité est en général effectivement négative, et les entreprises ont donc avantage à ce que les impôts baissent. Ainsi leur Profit Économique augmentera.

Examinons maintenant la démonstration de la croissance des valorisations d'entreprises avec la baisse de l'impôt dans le cas simple de Profits Économiques futurs constants (la démonstration dans le cas général aboutit aux mêmes conclusions avec toutefois des développements mathématiques plus complexes). Alors le résultat de l'actualisation des Profits Économiques futurs est :

$$VM = CI + (PE/cmc)$$

Figure 56 : Équation Valeur de Marché avec PE futurs constants

Tous calculs faits, la variation de la Valeur de Marché en fonction de la variation de l'impôt est :

$$dVM/dtis = RE/cae * ((DF/CI) - 1)$$

Figure 57 : Équation Variation Valeur de Marché en fonction variation tis

On se place exclusivement dans l'hypothèse d'un Résultat d'Exploitation positif conformément à ce que nous avons déjà écrit ci-dessus. Dans ce cas, et puisque les Dettes Financières sont toujours inférieures aux Capitaux Investis (dans un Système de Gestion par la Valeur – c'est-à-dire après retraitements – à défaut de l'être en comptabilité traditionnelle), cette quantité est négative. Ici encore la Valeur de Marché des entreprises croît bien lorsque le Taux d'Impôt sur les Sociétés baisse.

ANNEXE III

Théorème de Bogliolo

1 Énoncé

Une action cote un prix qui assure une rémunération au Coût du Capital à son détenteur.

Une action est toujours cotée à son juste prix. C'est-à-dire qu'elle offre par rapport à ce prix-là une juste rémunération pour le temps passé et pour le risque assumé.

III.2. Démonstration

Prenons une entreprise dont la chronique des Profits Économiques futurs est une suite géométrique de raison g positive ($PE_2 = PE_1 * (1 + g)$) et qui ne distribue pas de dividendes.

Rappelons que :

$$PE_1 = (rci_1 - cmc) * CI_0 \text{ avec } rci_1 = REMIC_1/CI_0$$

Figure 58 : Équation définition PE – Rappel

et prenons l'hypothèse :

$$cmc > g \text{ et cmc constant dans le temps}$$

Figure 59 : Équation Hypothèse relation cmc-g

À l'instant 0, la Valeur de Marché de l'entreprise VM_0 est donnée par la formule résultant de l'actualisation au Coût du Capital de la chronique des PE futurs, comme ci-après. Supposons qu'à l'instant 1, la chronique des PE futurs soit tou-

jours la même (hypothèse de constance de l'information). VM_1 peut alors s'écrire :

$$VM_0 = (PE_1/(cmc - g)) + CI_0$$
$$VM_1 = (PE_2/(cmc - g)) + CI_1$$

Figure 60 : Équations Valeurs de Marché selon années

Or, puisqu'il n'y a pas de distribution,

$$CI_1 = CI_0 + REMIC_1$$

Figure 61 : Équation Relation CI_1 – CI_2

et

$$REMIC_1 = rci_1 \times CI_0 = PE_1 + cmc * CI_0$$

Figure 62 : Équation Définition REMIC – rappel

Donc

$$CI_1 = CI_0 \times (1 + cmc) + PE_1$$

Figure 63 : Équation Relation CI_1 – CI_0

Donc

$$VM_1 = (PE_1 * (1 + g)/(cmc - g)) + CI_0 * (1 + cmc) + PE_1$$
$$VM_1 = (PE_1 * (1 + cmc)/(cmc - g)) + CI_0 * (1 + cmc)$$
$$VM_1 = (PE_1/(cmc - g)) + CI_0 \times (1 + cmc)$$
$$VM_1 = VM_0 \times (1 + cmc)$$

Figure 64 : Équation Relation VM_1-VM_0

CQFD.

Toutes les hypothèses simplificatrices peuvent être levées une à une, et le même résultat en découlera. La démonstration en sera seulement un peu compliquée.

3 Corollaire

Pour prolonger ce Théorème de Bogliolo, illustrons ce qui se passe en cas de levée de l'hypothèse de constance de l'information : l'entreprise réalise une performance non anticipée par le marché et donc non imputée dans sa valeur.

Imaginons une entreprise avec 1 000 € de Capitaux Investis et dégageant un rci de 12 % grâce à un REMIC de 120 € : son

Profit Économique est de 20 € si le Coût du Capital est de 10 % ; sa Valeur de Marché (VM) s'établit à 1 200 € en hypothèse de constance à l'infini de tous ces paramètres. Imaginons qu'entre l'année n et l'année n + 1, sa productivité s'améliore de manière imprévue et que son REMIC passe à 130 € de manière pérenne : son Profit Économique passera à 30 € et sa Valeur de Marché à 1 300 € (les Capitaux Investis restant à 1 000 € sous l'hypothèse que l'entreprise distribue tout son bénéfice). Pour un investisseur ayant fondé cette entreprise en apportant les 1 000 € de Capitaux Investis, le rendement de l'investissement sera, cette année-là, de 22 % (dividende 120 € et plus-value 100 € rapportés à 1 000 €). Pour un investisseur ayant acheté cette entreprise à sa Valeur de Marché de l'année n soit 1 200 €, le rendement de l'investissement sera de 18,33 % (mêmes dividendes et plus-values mais rapportées à 1 200 €). En revanche en n + 2, la Valeur de Marché s'établira toujours à 1 300 € donnant à l'investisseur fondateur un rendement de 13 % (dividende toujours à 130 € mais plus-value 0 €, rapportés aux 1 000 € de l'investissement initial) et à l'investisseur de l'année n + 1 un rendement de 10 % (mêmes dividendes et plus-values mais rapportées aux 1 300 € de la Valeur de Marché en n + 1) soit exactement le Coût du Capital, c'est-à-dire sa « juste » rémunération. Seulement si l'entreprise montre à nouveau une croissance de son Profit Économique, ses investisseurs récents dégageront une rentabilité supérieure à leur coût d'opportunité.

Le tableau ci-après détaille les calculs précédents.

Année	**n**	**n + 1**	**n + 2**
Capitaux Investis CI	1 000	1 000	1 000
Résultat d'Exploitation après impôt REMIC	120	130	130
Rendement des Capitaux Investis rci	12,00 %	13,00 %	13,00 %
Coût du Capital cmc	10,00 %	10,00 %	10,00 %
Charge d'utilisation des Capitaux Investis CCI	100	100	100
Profit Économique PE	20	30	30
Valeur de marché VM	1 200	1 300	1 300
	Rdt origine	22,00 %	13,00 %
	Rdt achat à VM antérieure	18,33 %	10,00 %

Tableau 22 : Variation de Valeur de Marché hors constance de l'information

ANNEXE IV

Croissance du Profit Économique

Analysons la génération de croissance du Profit Économique afin d'en dériver les conséquences opérationnelles qui s'imposent.

$$PE = REMIC - CCI, \text{ soit avec } CCI = CMC * CI, \; PE = REMIC - cmc * CI$$

Figure 65 : Équation Définition PE – Rappel

Ce Profit Économique étant un flux annuel, pour distinguer deux années consécutives, on indice chacun des termes de ces égalités avec l'année de leur mesure. Soit, en prenant 0 pour l'année actuelle et 1 pour l'année prochaine :

$$PE_1 = REMIC_1 - cmc_1 * CI_1$$
$$PE_0 = REMIC_0 - cmc_0 * CI_0$$

Figure 66 : Équations Définition PE_1 et PE_2

D'où on peut déduire la Variation du Profit Économique entre l'année actuelle et l'année prochaine (ΔPE) :

$$\Delta PE = (REMIC_1 - REMIC_0) - cmc_1 * CI_1 + cmc_0 * CI_0$$

Figure 67 : Équation ΔPE

Le premier terme entre parenthèses n'est que la Variation du REMIC entre l'année actuelle et l'année prochaine que l'on peut donc écrire ΔREMIC. On peut souhaiter analyser ce terme en deux composantes : celle relative à l'amélioration de

l'efficacité du Capital Investi actuel (ΔeREMIC) et celle relative au supplément de résultat apporté par l'investissement marginal réalisé (ΔsREMIC). Soit :

$$\Delta REMIC - \Delta eREMIC + \Delta sREMIC$$

Figure 68 : Équation Décomposition ΔREMIC

On peut simplifier les deux autres termes en constatant que le Capital Investi de l'année prochaine est égale au Capital Investi de l'année actuelle majoré de l'Investissement de l'année prochaine (IN_1 ; soit : $CI_1 = CI_0 + IN_1$). Nous entendons Investissement au sens le plus large possible du terme : matériel et immatériel, immobilisations et Besoin en Fonds de Roulement. On a alors :

$$\Delta PE = \Delta REMIC - cmc_1 * (CI_0 + IN_0) + cmc_0 * CI_0$$

Figure 69 : Équation ΔPE en fonction Investissement

et en réarrangeant les termes,

$$\Delta PE = \Delta REMIC - cmc_1 * IN_1 - (cmc_1 - cmc_0) * CI_0$$

Figure 70 : Équation ΔPE en fonction Investissement – bis

et en adoptant notre notation pour la variation entre l'année actuelle et l'année prochaine

$$\Delta PE = \Delta REMIC - cmc_1 * IN_1 - \Delta cmc * CI_0$$

Figure 71 : Équation ΔPE en fonction Investissement – ter

et enfin en considérant la décomposition évoquée ci-dessus pour le REMIC

$$\Delta PE = (\Delta eREMIC - \Delta cmc * CI_0) + (\Delta sREMIC - cmc_1 * IN_1)$$

Figure 72 : Équation ΔPE en fonction décomposition REMIC et Investissement

La variation du Profit Économique est égale à la variation du REMIC diminuée de la Charge du Capital relative à l'Investissement de l'année et diminuée aussi de l'impact de la variation du Coût du Capital appliquée au Capital Investi de départ.

Dans le processus de Création de Valeur, l'intérêt opérationnel de cette équation est grand.